



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění společnosti vybranými metodami  
Company Valuation by Selected Methods

Student:	Bc. Lenka Danielová
Vedoucí diplomové práce:	Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.

Ostrava 2014

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Lenka Danielová**  
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6202T010 Finance  
Specializace: 00 Finance  
Téma: **Ocenění společnosti vybranými metodami**  
**Company Valuation by Selected Methods**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Popis a metody oceňování podniku
  3. Charakteristika společnosti a návrh finančního plánu
  4. Aplikace vybraných metod a zhodnocení výsledků
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. New York: Wiley, 2006. 696 s. ISBN 978-0471751212.  
DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování oceňování, riziko, flexibilita*. 3. uprav. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.  
MARÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

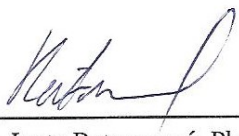
Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

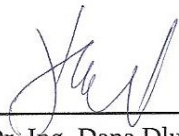
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.**

Datum zadání: 22.11.2013

Datum odevzdání: 25.04.2014



  
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry

  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně. Přílohy č. 1 a 2, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.

V Ostravě dne 25. dubna 2014

  
.....  
Bc. Lenka Danielová

# Obsah

1	Úvod.....	6
2	Popis a metody ocenění podniku.....	7
2.1	Definice podniku.....	7
2.2	Hladina a hodnota podniku .....	7
2.3	Kategorie hodnoty.....	8
2.3.1	Tržní hodnota.....	8
2.3.2	Subjektivní hodnota.....	8
2.3.3	Objektivizovaná hodnota.....	9
2.3.4	Kolínská škola .....	9
2.4	Důvody pro ocenění podniku.....	9
2.5	Postup při ocenění podniku.....	10
2.5.1	Sběr vstupních dat .....	10
2.5.2	Strategická analýza .....	11
2.5.3	SWOT analýza.....	13
2.5.4	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	13
2.5.5	Finanční analýza .....	13
2.5.6	Finanční plán .....	17
2.6	Metody pro ocenění podniku .....	18
2.6.1	Výnosové metody oceňování.....	18
2.6.2	Majetkové metody oceňování.....	22
2.6.3	Metody komparativní .....	22
2.6.4	Metody kombinované .....	23
2.6.5	Fázové metody.....	23
2.7	Určení volných peněžních toků .....	25
2.8	Náklady kapitálu .....	26

2.8.1	Náklady na celkový kapitál .....	26
2.8.2	Náklady na cizí kapitál .....	26
2.8.3	Náklady na vlastní kapitál .....	27
2.9	Analýza citlivosti .....	29
3	Charakteristika společnosti a návrh finančního plánu.....	30
3.1	Základní údaje o společnosti.....	30
3.1.1	Akcionářská struktura.....	31
3.1.2	Skupina Metrostav a.s.....	32
3.1.3	Ekonomická situace .....	32
3.2	Strategická analýza .....	33
3.2.1	Analýza vnějšího potenciálu.....	33
3.2.2	Analýza vnitřního potenciálu.....	34
3.2.3	SWOT analýza.....	35
3.3	Finanční analýza .....	36
3.3.1	Ukazatele rentability .....	36
3.3.2	Ukazatele zadluženosti a finanční stability .....	37
3.3.3	Ukazatele likvidity.....	38
3.3.4	Ukazatele aktivity .....	39
3.4	Návrh dlouhodobého finančního plánu.....	40
3.4.1	Sestavení regresního modelu a plán tržeb .....	41
3.4.2	Plán zisku a ztráty.....	44
3.4.3	Plán rozvahy .....	48
3.4.4	Kvalitativní zhodnocení finančního plánu.....	55
4	Aplikace vybraných metod a zhodnocení výsledků .....	59
4.1	Určení nákladů kapitálu .....	59
4.2	Stanovení hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF – Equity .....	59
4.2.1	Výpočet volných finančních toků.....	59

4.2.2	Výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF - Equity .....	60
4.3	Stanovení hodnoty vlastního kapitálu metodou kapitalizovaných zisků .....	61
4.3.1	Výpočet hodnoty vlastního kapitálu paušální metodou.....	62
4.3.2	Výpočet hodnoty vlastního kapitálu analytickou metodou .....	63
4.4	Srovnání výsledků.....	64
4.5	Citlivostní analýza .....	65
4.5.1	Analýza citlivosti hodnoty VK dle metody DCF .....	65
4.5.2	Analýza citlivosti hodnoty VK stanovené dle metody analytické.....	68
5	Závěr.....	71
	Seznam použité literatury .....	73
	Seznam zkratek.....	75
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	
	Přílohy	

# 1 Úvod

Oceňování představuje jednu z významných oblastí finančního řízení firem. Oceňování je potřeba věnovat neustálou pozornost, neboť následky nevhodných postupů oceňování mohou vést k iracionálnímu ocenění statků a nesprávné alokaci kapitálu. V současné době je podniková sféra ovlivňována globalizačními trendy, zostřováním konkurence, otevíráním nových trhů, fúzemi a akvizicemi. Význam oceňování v ČR v posledních letech souvisí s transformací ekonomiky a vlastnických vztahů.

Cílem diplomové práce je stanovit tržní hodnotu vlastního kapitálu společnosti Metrostav a.s. k 1. 1. 2013, důvodem stanovení hodnoty jsou vlastnické změny ve společnosti. Pro ocenění budou využity a porovnány dvě výnosové metody, jedná se o dvoufázovou metodu diskontovaných peněžních toků (Equity) a o metodu kapitalizovaných zisků vyjádřenou paušálním a analytickým způsobem.

Diplomová práce bude kromě úvodu a závěru rozčleněna do tří kapitol.

Druhá kapitola bude zaměřena na metodologii oceňování podniku. Bude zde vysvětlena hladina a hodnota podniku, uvedeny kategorie hodnoty, důvody a postup při ocenění podniku. V této části bude věnována pozornost strategické a finanční analýze a finančnímu plánu. Dále budou popsány jednotlivé metody ocenění, včetně vymezení volných peněžních toků a nákladů kapitálu.

V úvodu třetí kapitoly bude popsána analyzovaná společnost Metrostav a.s., budou uvedeny stručné charakteristiky společnosti a akcionářská struktura. Budou také zmíněny dceřiné společnosti Skupiny Metrostav. Dále je navázáno strategickou analýzou, která bude rozdělena na analýzu vnějšího a analýzu vnitřního prostředí, a poté finanční analýzou, která se bude především zabývat analýzou poměrových ukazatelů rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity. Stěžejní částí třetí kapitoly je dlouhodobý finanční plán. Tento plán bude sestaven pro léta 2013 až 2017 a v rámci tohoto období budou postupně naplánovány všechny položky rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Dlouhodobý finanční plán je z větší části opřen o prognózu tržeb podniku. Tyto tržby budou stanoveny pomocí regresního modelu.

Čtvrtá kapitola bude obsahovat samotné stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti. Pro výpočet ocenění bude na začátku nutno vyjádřit náklady vlastního kapitálu a také volné peněžní toky pro vlastníky. Hodnota vlastního kapitálu bude nejprve stanovena pomocí metody DCF – Equity a poté metodou kapitalizovaných zisků. Výsledky obou metod budou srovnány a na závěr bude provedena jednofaktorová citlivostní analýza.



## 2 Popis a metody ocenění podniku

V této kapitole jsou vysvětleny základní pojmy a postupy, které je nutno znát při oceňování jakéhokoliv podniku. Jednotlivé podkapitoly vycházejí z publikací Dluhošová (2010), Kislingerová (2001) a Mařík (2011).

### 2.1 Definice podniku

Nový občanský zákoník zavedl novou terminologii v oblasti podniku, které je nutno se přizpůsobit. Do konce minulého roku byl pojem podnik vymezen v obchodním zákoníku (Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, §5), díky změnám v legislativě, které nastaly k 1.1.2014 se dosavadní pojem podnik nahrazuje a zpřesňuje pojmem obchodní závod. Důvodem pro tuto změnu bylo různé vyložení pojmu podnik ve světě. Obchodní závod je definován v § 502 nového občanského zákoníku takto: „*Obchodní závod (dále jen "závod") je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu*” (Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, §502).

V rámci práce bude pojem podnik používán a chápán z ekonomického hlediska jako funkční celek, který je založen za účelem dosažení zisku.

### 2.2 Hladina a hodnota podniku

Ocenění podniku lze provádět na dvou různých hladinách. Jedná se o hodnotu brutto, která se používá při stanovení hodnoty podniku jako celku (entity), je zde obsažena hodnota pro vlastníky i věřitele. Na druhé straně je hodnota netto, kterou je oceněn vlastní kapitál podniku, proto tedy slouží pro vyjádření hodnoty v úrovni vlastníků společnosti.

Je nutno rozlišovat dva pojmy související s oceňováním, a to jsou výrazy hodnota a cena. Hodnotou podniku je chápána částka bez ohledu na skutečnosti prodeje nebo nákupu. Hodnota je tedy částka, okolo které se bude pohybovat cena. Z toho vyplývá, že cena je tedy skutečně zaplacená částka v daném čase. Činitelé působící na cenu jsou například poptávka s nabídkou, fáze ekonomického cyklu, psychologické faktory atd.

Vypočtená hodnota podniku je odvislá od kvality vstupních informací a použitých metod. Nutným krokem pro ocenění podniku je definování objektu oceňování a je potřeba stanovit z jakého pohledu má být ocenění provedeno (ocenění celkového kapitálu nebo ocenění vlastního kapitálu).

## 2.3 Kategorie hodnoty

Pro oceňování jako takové je nutné rozlišit jednotlivé kategorie hodnoty. Základní přístupy k oceňování podniku jsou:

- tržní hodnota,
- subjektivní (investiční) hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- přístup Kolínské školy.

### 2.3.1 Tržní hodnota

*„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“* (Mařík, 2011, str. 22). Tržní hodnota je založená na představě, že existuje trh s podniky, na kterém působí více kupujících a více prodávajících, čímž se vytvářejí okolnosti pro vznik tržní ceny.

Tržní hodnota je aplikována především při uvádění podniku na burzu nebo prodeji podniku, kdy doposud není zřejmý skutečný kupující.

### 2.3.2 Subjektivní hodnota

Subjektivní (též nazývána investiční) hodnota je hodnotou majetku stanovenou pro určitého investora a jeho konkrétní investiční cíle a kritéria. Subjektivní hodnota váže konkrétní majetek s konkrétním investorem nebo skupinou investorů.

Investiční hodnota je tedy dána subjektivními názory a představami subjektu, z jehož pohledu je určena. Její výhodou může být to, že při stanovení této hodnoty není zapotřebí využívat kvalifikované odhadce, nýbrž může být vypočtena samostatně finančně znalým zájemcem.

Kategorie subjektivní hodnoty je nejčastěji používána při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, je zjišťováno zda je výhodnější podnik ozdravit a pokračovat v činnosti, anebo zda je vyšší likvidační hodnota podniku, a tedy výhodnější ukončit činnost a podnik rozprodat.

### 2.3.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota je určitým opakem hodnoty subjektivní a lze ji určit jen za pomoci profesionála. Pro správné určení objektivizované hodnoty by měli být dodrženy určité předpoklady a hodnota by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech.

*„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku”* (Mařík, 2011, str. 27).

Stanovení objektivizované hodnoty je prováděno nejčastěji za účelem poskytování úvěru anebo při určení aktuální bonity podniku.

### 2.3.4 Kolínská škola

Kategorií Kolínské školy je poukazováno na to, že v Evropě je častým problémem stanovení tržní hodnoty, jelikož trh s podniky má zde příliš omezení (např. malý rozsah transakcí s podobnými podniky, nedostatek transparentnosti na trhu atd.). Princip Kolínské školy je postaven na subjektivním postoji jak konkrétního prodávajícího, tak konkrétního kupujícího, východiskem tohoto přístupu tedy je, že ocenění je potřeba přizpůsobit funkcím, které má pro svého uživatele. Mezi tyto funkce je řazena poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová funkce.

Přístup Kolínské školy je aplikován hlavně při transformacích v podniku, někdy také při prodeji podniku.

## 2.4 Důvody pro ocenění podniku

Potřeba stanovení hodnoty podniku v podmínkách ČR byla znovu objevena po transformaci ekonomiky, do té doby byla stanovována pouze účetní hodnota aktiv podniku. V souvislosti s privatizací se o určování tržní hodnoty začali zajímat investoři, vlastníci i věřitelé.

V současnosti patří oceňování podniku mezi důležité manažerské nástroje řízení podniku, pomocí kterých se provádí taktické řízení společnosti, ale i stanovování důležitých strategických rozhodnutí podniku.

Důvody pro ocenění podniku lze rozlišit z hlediska toho, zda souvisí se změnou vlastnictví podniku, či nikoliv.

O ocenění při vlastnických změnách se jedná v případě koupě a prodeje podniku, nepeněžitého vkladu do obchodní společnosti, dále v případě fúze či rozdělení společnosti, Management Buy Out.

V jiných případech je ocenění prováděno z důvodu změny právní formy, zastavení právního podílu, při poskytování úvěru, sanace, vstup na burzu a v neposlední řadě daňové důvody.

V případě jakéhokoliv oceňování podniku musí být vždy jasné z jakého důvodu se provádí, jaká kategorie hodnoty má být stanovena a k jakému je datu platná hodnota.

## **2.5 Postup při ocenění podniku**

Ocenění podniku je náročným a zdlouhavým úkolem, a proto je doporučován určitý postup při stanovování hodnoty podniku.

### **2.5.1 Sběr vstupních dat**

Na začátku oceňování při sběru dat je potřeba určit taková data, která zajistí správné stanovení výsledné hodnoty podniku. Mezi potřebné informace o podniku jsou řazeny:

- základní podniková data (název, právní forma podnikání, předmět podnikání, struktura podniku, rozdělení majetkových podílů, historie podniku atd.),
- ekonomické údaje (rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz o peněžních tocích, zprávy auditorů, plány podniku atd.),
- relevantní trh (vymezení trhu, velikost a vývoj trhu, segmentace trhu, faktory vývoje trh atd.),
- struktura konkurence relevantního trhu (informace o hlavních konkurentech, substituty, bariéry vstupu do odvětví atd.),
- odbyt a marketing (struktura výrobků, odběratelů, cenová politika, nejvýznamnější odbytové cesty, reklama, výzkum a vývoj atd.),
- výroba a dodavatelé (certifikáty kvality, technologie, charakter výroby, využití kapacity podniku, struktura dodavatelů, logistika atd.),
- pracovníci (kvalifikace pracovníků, informace o trhu práce, pracovní prostředí, produktivita práce personální náklady atd.).

## 2.5.2 Strategická analýza

Strategická analýza představuje klíčovou fází oceňovacího procesu. Cílem analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál oceňovaného podniku je závislý na potenciálu vnějším a potenciálu vnitřním.

*„Vnější potenciál lze souhrnně kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh), ve kterém se pohybuje oceňovaný podnik. Při analýze vnitřního potenciálu jde o to zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům”* (Mařík, 2011, str. 56).

Strategická analýza je význačným předpokladem věrohodnosti ocenění podniku. Výsledkem strategické analýzy je především určení dlouhodobé perspektivy oceňovaného podniku. Dále by měly být zodpovězeny otázky týkající se vývoje relevantního trhu, konkurence a tržeb podniku.

### Analýza vnějšího potenciálu

Počátečním krokem strategické analýzy by mělo být vymezení trhu, který souvisí s oceňovaným podnikem. Na základě určení relativního trhu je dále umožněno získání základních dat o tomto trhu pro posouzení jeho atraktivity.

Základní informací o trhu je odhad velikosti trhu, který bude vyjádřený velikostí tržeb. Mezi základní data týkající se relevantního trhu dále patří vývoj trhu v čase (mělo by se jednat o co nejdelší časovou řadu) a případná segmentace trhu, pokud je podnik specializovaný jen na určitý segment.

Dalším krokem je analýza atraktivity trhu. Jedná se o podrobnější kvalitativní hodnocení daného trhu. Analýza by měla přispět k lepšímu poznání šancí a rizik, která jsou spojená s daným trhem. K provedení analýzy by měla být použita určitá kritéria atraktivity přizpůsobená jednotlivým trhům. Obvykle jsou brány v úvahu kritéria jako je růst trhu, velikost trhu a citlivost trhu na konjunkturu. Atraktivita trhu by měla být chápána jako jeden z faktorů perspektivnosti oceňovaného podniku a současně i faktor pro hodnocení možnosti dosáhnout určitého růstu tržeb.

Dále by měla navazovat prognóza vývoje relevantního trhu. Při sestavení prognózy je nutné modifikovat postup dle typu ocenění (subjektivní, objektivizované nebo tržní ocenění). Aby bylo možné použít prognózu jako základ tržního ocenění, je nezbytné nalezení jisté spojitosti prognózy relevantního trhu s prognózou národohospodářských ukazatelů (např. HDP, spotřeba, inflace, nezaměstnanost).

## **Analýza vnitřního potenciálu**

Cílem analýzy vnitřního potenciálu je určení vývoje tržního podílu oceňovaného podniku do budoucna. V této části by měl být nejprve určen tržní podíl analyzovaného podniku, analýza konkurenčních sil a konkurence a na závěr prognóza tržních podílů.

Stanovení tržního podílu je založeno na podílu tržeb oceňovaného podniku na celkových tržbách relevantního trhu. Tržní podíl je obvykle stanoven na úrovni korunového vyjádření (popřípadě i ve fyzických jednotkách).

Úkolem analýzy konkurenční síly oceňovaného podniku je určit, jak moc je podnik schopen využít příležitostí, které plynou z rozvoje trhu a celého okolí, a do jaké míry je zdatný čelit konkurenci a potenciálním hrozbám (např. zda je podnik schopen zabezpečit potřebné kapacity a inovace atd.). Výsledkem by mělo být vyhodnocení konkurenční strategie analyzovaného podniku, jeho souhrnné konkurenční síly a možných konkurenčních výhod.

Základem pro posouzení konkurenční síly podniku by měla být analýza přímých a nepřímých faktorů, které ovlivňují tržní podíly. Přímé faktory jsou např. kvalita, cena, image podniku, působivost reklamy, servis, distribuce atd.. Nepřímými faktory jsou ty faktory, které zákazník přímo nevnímá, jedná se např. o kvalitu managementu, zaměstnance podniku, inovace, výzkum a vývoj, atd. Výstupem by mělo být posouzení konkurenční síly podniku jako podklad pro prognózu tržního podílu.

## **Prognóza tržeb podniku**

Odhad tržeb podniku je proveden na základě využití regresního modelu, kterým je zkoumána závislost vysvětlované proměnné na proměnných vysvětlujících s výskytem náhodné složky. Regresní model je vybrán z toho důvodu, že do plánování tržeb společnosti mohou být zahrnuty vlivy makroekonomických ukazatelů, a také vlivy indikátorů daného odvětví. Použitou metodou je metoda nejmenších čtverců. Na základě této metody lze sestavit dvoufaktorový regresní model následovně:

$$Y_t = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot X_{1,t} + \hat{\beta}_2 \cdot X_{2,t} + u_t, \quad (2.1)$$

kde  $Y_t$  je závislá proměnná (vysvětlovaná),  $X_{1,t}$ ,  $X_{2,t}$  jsou nezávislé proměnné (vysvětlující),  $\hat{\beta}_0$  je odhadnutá úrovněová konstanta,  $\hat{\beta}_1$  a  $\hat{\beta}_2$  jsou odhadnuté regresní koeficienty a  $u_t$  je reziduální složka.

### 2.5.3 SWOT analýza

SWOT analýza je orientována na určení klíčových faktorů, které ovlivňují strategické postavení firmy. Srovnává vnitřní zdroje a schopnosti podniku se změnami v jeho okolí. Analýza využívá závěrů strategické analýzy tím, že charakterizuje silné (Strengths) a slabé (Weaknesses) stránky podniku a porovnává je s hlavními vlivy na podnik z okolí, tedy s příležitostmi (Opportunities) a hrozbami (Threats). Hlavním cílem SWOT analýzy je rozvíjení silné a potlačení slabé stránky podniku a zároveň být připraven na potenciální příležitosti a hrozby.

### 2.5.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Toto rozdělení aktiv je vhodné provést při jakémkoliv ocenění podniku, za předpokladu, že jsou k tomu dostupné potřebné informace.

V každém podniku je nutno disponovat s aktivy v určité velikosti a struktuře včetně přiměřených kapacitních rezerv. Tato aktiva pro základní podnikatelské zaměření jsou nazývána provozně potřebnými, ostatní aktiva lze označit jako provozně nepotřebná.

Při oceňování podniku by měl být majetek rozčleněn na provozně potřebný a nepotřebný především z důvodu, že kdyby tak nebylo učiněno, mohlo by dojít ke zkreslení výsledné hodnoty podniku. Příkladem může být část majetku, která není v podniku využívána a neplynou z ní žádné příjmy (např. nevyužitá budova, pozemky, peněžní prostředky v nadbytečné množství,...) a při ocenění tohoto majetku by mohlo dojít k podcenění. Dalším důvodem proč rozčleňovat majetek je ten, že případná rizika spojená s provozně nepotřebným majetkem mohou být odlišná od rizik hlavního provozu podniku, tudíž by bylo náročnější tato rizika eliminovat.

### 2.5.5 Finanční analýza

Finanční analýza je při oceňování důležitým bodem pro určení současné finanční situace podniku a pro vyhodnocení rizik, které mohou plynout z činnosti podniku v budoucnu.

Finanční analýzou je chápán postup hodnocení podniku, jeho hospodaření a finančního stavu. Z výsledků finanční analýzy jsou dále přijímána rozhodnutí a opatření do budoucna, která vedou k udržení či zlepšení finančního zdraví podniku.

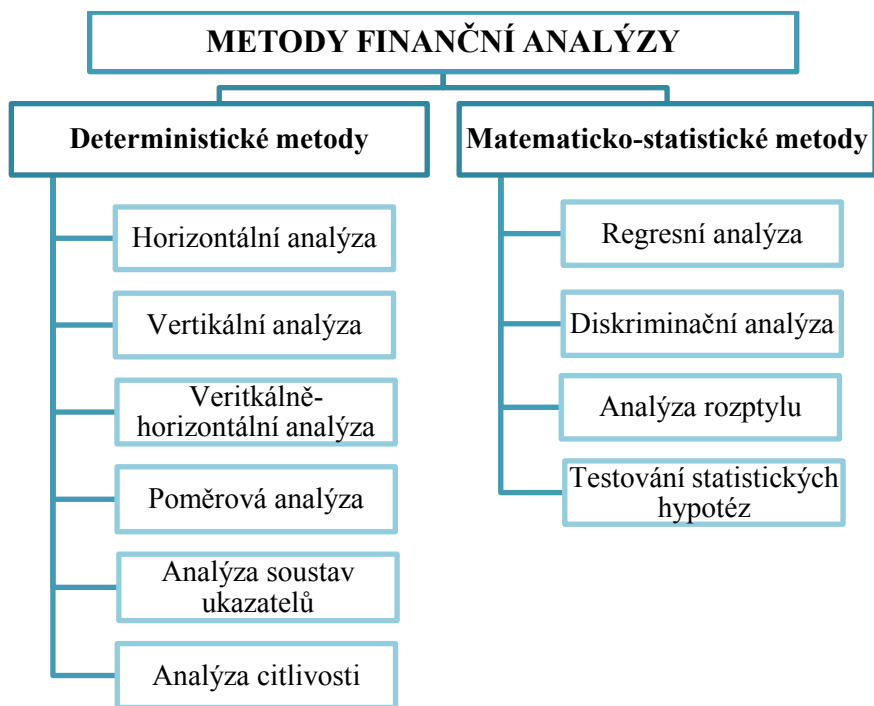
*„Finanční situace podniku je souhrnným vyjádřením úrovně všech jeho podnikových aktivit, kterými se podnik na trhu prezentuje. Do finanční analýzy se promítá objem a kvalita výroby, úroveň marketingové a obchodní činnosti, inovační aktivita a další podnikové činnosti”* (Dluhošová, 2010, str. 71).

Pro finanční analyzování je nutno znát odpovídající data daného podniku. Základním zdrojem dat jsou výkazy, které lze rozdělit na výkazy finančního a vnitropodnikového účetnictví. Mezi výkazy finančního účetnictví jsou řazeny rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz Cash Flow. Tyto výkazy poskytují informace hlavně externím uživatelům. Výkazy vnitropodnikového účetnictví jsou podnikem vytvářeny dle jeho potřeb (např. výkazy o spotřebě nákladů na jednotlivé výkony) a nepodléhají jednotným metodickým úpravám. Tyto výkazy nejsou veřejně dostupné, mají interní povahu. Mimo tyto základní výkazy je možno čerpat informace pro finanční analýzu z výročních zpráv, prognóz finančních analytiků, burzovních informací, firemních statistik produkce a odbytu, interních směrnic atd.

Uživatelé finanční analýzy jsou především investoři, resp. vlastníci a akcionáři, kteří posuzují výstupy finanční analýzy pro rozhodování o budoucím investování, a na druhé straně kontrolují práci manažerů podniku. Mezi další uživatele patří management, banky, obchodní partneři (např. dodavatelé), stát, zaměstnanci a ostatní uživatelé a veřejnost (např. univerzity, orgány státní správy nebo odborové svazy).

Pro výpočet finanční analýzy existuje nespočet metod. Při výběru vhodné metody je žádoucí dbát na účel, za jakým má být analýza provedena. Základní členění metod je ukázáno v Obr. 2.1.

Obr. 2.1: Základní členění metod finanční analýzy



Zdroj: Dluhošová (2010)



## Horizontální analýza

Pomocí horizontální analýzy je určena meziroční změna v čase, tato změna může být v absolutním, nebo relativním vyjádření. Při této analýze je žádoucí delší časový horizont, který lépe reflektuje příčiny změn jednotlivých položek, a při kterém lze lépe odhadovat dlouhodobé trendy položek.

$$\text{Absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.2)$$

$$\text{Relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (2.3)$$

kde  $U$  je hodnota ukazatele,  $t$  je běžný rok,  $t-1$  předchozí rok.

## Vertikální analýza

Vertikální analýza, neboli analýza komponent, porovnává jednotlivé položky k určité základní vrcholové položce. Touto základní položkou je u vertikální analýzy rozvahy hodnota aktiv, resp. pasiv, u výkazu zisku a ztráty je používána suma tržeb nebo nákladů. Pomocí této analýzy je vyjádřeno, jak se mění struktura analyzovaných výkazů v čase.

$$\text{Podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.4)$$

kde  $U_i$  jsou jednotlivé dílčí položky,  $\sum U_i$  je hodnota vrcholové položky.

## Poměrová analýza

Poměrová analýza je nejpoužívanější ve skupině finančních analýz. Jak z názvu vyplývá, základem této analýzy je poměr jednotlivých absolutních hodnot obsažených ve finančních výkazech společnosti. Obliba poměrové analýzy je dána především díky univerzální použitelnosti a praktické využitelnosti.

K hlavním skupinám ukazatelů poměrové analýzy patří ukazatele rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity.

**Ukazatele rentability** jsou řazeny mezi ty nejsledovanější, pomocí nich je poměřován konečný efekt dosažený podnikatelskou činností (zisk) k určitému vstupu (majetek, kapitál, tržby). Při propočtech je využíváno různých úprav zisku dle toho, jaký vztah zaujímá k vloženému kapitálu. Jedná se o zisk před odečtením daní a úroků (*EBIT*) a čistý zisk (*EAT*).

Mezi hlavní ukazatele patří *rentabilita vlastního kapitálu (ROE)*, kterou je určena ziskovost kapitálu vloženého vlastníky a akcionáři podniku. V čitateli je obsažen *EAT*, který je očištěn od daní a úroků, a plyne tedy pouze vlastníkům podniku.

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.5)$$

kde *EAT* je čistý zisk a *VK* hodnota vlastního kapitálu.

Dalším ukazatelem je rentabilita aktiv, u kterého je *EBIT* poměřován k celkovým aktivům vloženým do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány. Zisk ve formě *EBIT* je zde aplikován, jelikož jmenovatel v sobě obsahuje jak vlastní, tak i cizí kapitál, a proto je správné zde zahrnout zisk, který plyne vlastníkům, státu i věřitelům, čili *EBIT*.

$$ROA = \frac{EBIT}{A} = \frac{EAT + úroky \cdot (1 - t)}{A}, \quad (2.6)$$

kde *EBIT* je zisk před úhradou úroků a zdaněním, *A* jsou aktiva společnosti, *EAT* je čistý zisk a *t* je sazba daně z příjmů.

**Ukazatele zadluženosti a finanční stability** určují úvěrové zatížení společnosti a také poměr mezi vlastním a cizím kapitálem. Ukazatele zadluženosti jsou využívány pro nalezení optimální kapitálové struktury společnosti.

*Celková zadluženost* je vypočtena jako podíl cizích zdrojů k aktivům podniku. Hodnota tohoto ukazatele určuje podíl věřitelů na celkových pasivech (kapitálu), které slouží ke krytí majetku firmy. Je žádoucí, aby hodnota tohoto ukazatele měla klesající trend, jelikož s rostoucí zadlužeností by rostlo i riziko věřitelů.

$$Celková\ zadluženost = \frac{cizí\ kapitál}{aktiva}. \quad (2.7)$$

Pomocí ukazatele *stupeň krytí stálých aktiv* je vyjádřeno, do jaké míry jsou kryta stálá aktiva dlouhodobými zdroji. U tohoto ukazatele je žádoucí hodnota větší než 1, tzn. aby byla všechna dlouhodobá aktiva pokryta dlouhodobým kapitálem.

$$Stupeň\ krytí\ stálých\ aktiv = \frac{dlouhodobý\ kapitál}{stálá\ aktiva}. \quad (2.8)$$

Posledním jmenovaným ukazatelem je *majetkový koeficient*, pomocí kterého je měřen poměr mezi vlastními a cizími zdroji financování, a je hledána optimální zadluženost podniku.

$$Majetkový\ koeficient = \frac{celková\ aktiva}{vlastní\ kapitál}. \quad (2.9)$$

Pomocí **ukazatelů likvidity** je určováno, zdali je podnik schopen dostát svým závazkům ve stanovené výši a čase. Společnost nemůže být jen rentabilní, musí zároveň disponovat likvidními aktivy (zásobami, pohledávkami, krátkodobým finančním majetkem) v dostatečné výši, aby bylo možno splnit své závazky.

Ukazatel *celkové likvidity* poměřuje oběžná aktiva jako případný objem finančních prostředků s objemem krátkodobých závazků. Nevýhodu u tohoto ukazatele je to, že část oběžného majetku nelze během krátké doby přeměnit na peníze.

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.10)$$

Při vyjádření *pohotové likvidity* jsou vyřazeny z oběžných aktiv zásoby, jelikož u nich může nastat komplikace s přeměnou na peníze (obtížně prodejné zásoby) a také proto, že by mohl být výsledek zkreslen využitím odlišných metod ocenění zásob.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.11)$$

Další ukazatel, patřící do skupiny měřící likviditu, vyjadřuje okamžitou pokladní likviditu, což znamená hotovost, peníze na účtech, šeky a některé druhy rychle přeměnitelných cenných papírů.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.12)$$

**Ukazatele aktivity** jsou používány pro zjištění, jak je využíváno jednotlivých majetkových částí podniku. Jsou využívány ukazatele počtu obrátů nebo doby obratu.

*Doba obratu aktiv* vyjadřuje, za jak dlouho bude proveden obrat celkových aktiv ve vztahu k tržbám podniku. Pro podnik příznivější je co nejkratší doba.

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.13)$$

Ukazatelem *doby obratu zásob* je charakterizována úroveň běžného provozního řízení.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.14)$$

Ukazatelem *doby obratu pohledávek* je zjištěno, za jak dlouho jsou průměrně placeny faktury.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.15)$$

Poslední vybraným ukazatelem v této skupině je doba obratu závazků, kterým je vyjádřen počet dní, na jaké byl udělen obchodní úvěr dodavateli.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.16)$$

## 2.5.6 Finanční plán

Základním strategickým cílem každého podniku by měla být jeho hodnota, a proto je v podnicích sestavován strategický finanční plán, který by měl vést k dosažení co největší hodnoty podniku.

Sestavení finančního plánu je velmi důležitým krokem při ocenění podniku výnosovými metodami. V rámci finančního plánu jsou sestavovány a plánovány hlavní finanční výkazy, kterými jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz o peněžních tocích. Tyto výkazy je nutno sestavovat po jednotlivých krocích a je potřeba dodržovat základní logické vazby mezi finančními výkazy. Stěžejní kostrou komplexního finančního plánu jsou dílčí plány, kterými jsou plán tržeb, kde jsou naplánovány tržby z prodeje hlavních výstupů podniku, plán provozní ziskové marže, plán pracovního kapitálu, v rámci kterého jsou plánovány výše zásob, pohledávek a závazků, dále se jedná o plán investic, ve kterém jsou obsaženy investice do dlouhodobého majetku, který bude nezbytný k zajištění hlavního provozu společnosti a v neposlední řadě je dílčím plánem plán financování, kde jsou zahrnuty předpokládané splátky úvěrů, přijímání nových úvěrů atd.

## **2.6 Metody pro ocenění podniku**

Pro stanovení hodnoty podniku existuje celá řada metod. Volba vhodné metody závisí na účelu ocenění a subjektivním postoji oceňovatele. Obecně lze metody rozdělit do čtyř základních skupin, jsou to metody založené na analýze výnosů (výnosové metody), metody založené na stavových veličinách (majetkové metody), komparativní metody a metody kombinované.

### **2.6.1 Výnosové metody oceňování**

Výnosové metody jsou jednou z nejčastějších skupin pro oceňování. Základní podmínkou je, že hodnota statků je omezena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Tím očekávaným užitekem může být například zisk, dividendy nebo finanční toky. Hodnota této metody spočívá na určení budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladů kapitálu. K základním metodám oceňování patří metoda diskontovaných peněžních toků DCF (Discounted Cash Flow) a metoda kapitalizovaných zisků.

#### **Metody diskontovaných peněžních toků**

Metody diskontovaných peněžních toků jsou považovány za primární metody oceňování. Tyto metody jsou opřeny o odhad budoucích volných peněžních toků, které jsou získány podnikatelskou činností. Pro tuto metodu je důležité správně stanovit budoucí peněžní toky, náklady kapitálu a hodnoty pomocí metody ocenění. Obecně lze stanovit čtyři základní metody oceňování podniku:

- metoda DCF – Entity – cílem je hodnota celkového kapitálu,
- metoda DCF – Equity – cílem je hodnota vlastního kapitálu,

- metoda DDM (Dividend Discount model) - Dividendový diskontní model – cílem je hodnota vlastního kapitálu,
- metoda APV (Adjusted Present Value) – cílem je hodnota celkového kapitálu.

#### *Metoda DCF – Entity*

Volné peněžní toky  $FCFF$ , jak pro vlastníky, tak pro věřitele, jsou diskontovány náklady celkového kapitálu  $WACC$ . V této metodě je oceňován celkový kapitál. Výpočet hodnoty jako perpetuity je

$$V = \frac{FCFF}{WACC}. \quad (2.17)$$

#### *Metoda DCF – Equity*

Pokud se jedná o vyjádření Equity, tak jsou volné peněžní toky určené pro vlastníky  $FCFE$  diskontovány náklady vlastního kapitálu  $R_E$ . Ve formě perpetuity lze hodnotu určit jako

$$V = \frac{FCFE}{R_E}. \quad (2.18)$$

Zjištění tržní hodnoty vlastního kapitálu je jednou z hlavních cílů finančního řízení a rozhodování. Pomocí této metody je vypočtena hodnota pro vlastníky podniku a v případě, že dojde k růstu této hodnoty, znamená to, že byly uskutečněny zájmy vlastníků a cíle finančního řízení firmy.

#### *Metoda DDM*

Tato metoda je modifikací metody  $DCF$ , kde se místo  $FCF$  používá dividendy. Peněžní tok je stanoven na základě dividendy, která je příjmem pro vlastníky. Podmínkou pro využití této metody je, že podnik musí dosahovat zisku a stabilně vyplácet dividendy. U této metody lze rozlišit konstantní dividendu a konstantně rostoucí dividendu, což odpovídá Gordonově modelu, vyjádření pro oba případy je následující

$$V = \frac{DIV}{R_E} \text{ nebo } V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.19)$$

kde  $DIV$  je dividendy v běžném období,  $R_E$  je náklad na vlastní kapitál,  $g$  je očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

#### *Metoda APV*

Peněžní toky jsou vztaženy k tokům nezadlužené firmy  $FCFE_U$ , které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy  $R_U$ , čímž je získána hodnota nezadluženého podniku. Pro zadlužený podnik se přičte hodnota daňového štítu  $TS$ , který je diskontován náklady dluhu  $R_D$ . Výpočet hodnoty firmy jako perpetuity se stanoví jako

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}. \quad (2.20)$$

### Metoda kapitalizovaných zisků

U metody kapitalizovaných zisků se vychází z principu současné hodnoty budoucích zisků. Zisk je stanovován z historických dat. Jedná se o metodu netto, tzn. výsledkem je hodnota vlastního kapitálu. Propočet metody kapitalizovaných zisků lze provést paušálním, anebo analytickým způsobem.

#### *Paušální metoda*

Paušální metoda je založena na analýze minulých výsledků hospodaření a jejich prognóze do budoucnosti. Postup pro paušální metodu je shrnut do následujících pěti kroků:

1. úprava minulých výsledků hospodaření,
2. výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu,
3. výhled trvale odnímatelného čistého výnosu do budoucna,
4. určení kalkulované úrokové míry,
5. výpočet výnosové hodnoty podniku.

Minulé výsledky hospodaření je třeba upravit např. o položky nákladů a výnosů plynoucích z provozně nepotřebného majetku, o nepravdivé výnosy a náklady, náklady a výnosy jednorázové povahy, náklady účtované v minulosti, jejichž efekt bude až v budoucnosti (např. reklamní akce). Po úpravách je třeba zjištěné výsledky hospodaření přepočítat na cenovou hladinu k datu ocenění, jelikož jsou u této metody předpokládány stálé ceny.

Trvale odnímatelný čistý výnos je chápán jako hospodářský výsledek, který může být rozdělen, aniž by došlo k porušení majetkové podstaty společnosti. Trvale odnímatelný čistý výnos je z časové řady upravených hospodářských výsledků zjištěn následovně

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^T w_t \cdot \acute{u}VH_t}{\sum_{t=1}^T w_t}, \quad (2.21)$$

kde  $\acute{u}VH_t$  je upravený výsledek hospodaření minulých let,  $w_t$  jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím,  $T$  znamená počet let zahrnutých do výpočtu a  $t$  jsou dílčí roky.

Třetím krokem je posouzení a zhodnocení, zda bude trvale odnímatelný čistý výnos v budoucnu alespoň tak velký, jako v minulosti. V případě potřeby je nutné tento trvalý čistý výnos ještě upravit.

V případě zjišťování tržní hodnoty je kalkulovaná úroková míra stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál, které jsou určeny tržním způsobem např. pomocí modelu CAPM. Pro výpočet paušální metody je nutno dále od těchto nákladů kapitálu odečíst předpokládanou inflaci.

Po zjištění trvale odnímatelného čistého výnosu a kalkulované úrokové míry je vyjádřena hodnota vlastního kapitálu následovně

$$V = \frac{TČV}{i_k}, \quad (2.22)$$

kde  $TČV$  je trvale odnímatelný čistý výnos,  $i_k$  je kalkulovaná úroková míra, přičemž trvale odnímatelný čistý výnos je zobrazen ve stálých cenách k datu ocenění a kalkulovaná úroková míra je očištěna o inflaci.

#### *Analytická metoda*

U analytické metody je použit takový postup, kdy je výpočet ocenění postaven na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Analytická metoda kapitalizovaných zisků je blízká metodě diskontovaných peněžních toků, přičemž u metody DCF je očekávaný výnos společnosti určen peněžními toky, naproti tomu u analytické metody je očekávaný výnos z podniku počítán z upravených budoucích výsledků hospodaření.

Jelikož základ analytické metody vychází z prognózy budoucích hospodářských výsledků, jsou tyto výsledky převzaty z dlouhodobého finančního plánu podniku. Tyto budoucí výsledky hospodaření jsou opět upraveny o stejné položky, jak je tomu i u metody paušální. Po úpravě o náklady a výnosy je získán trvale odnímatelný čistý výnos.

V případě, že je cílem ocenění tržní hodnota, pak je kalkulovaná úroková míra stanovena pro analytickou metodu na úrovni nákladů na vlastní kapitál zjištěných tržním způsobem (dle modelu CAPM).

V případě fungování podniku do nekonečna lze dvoufázovou metodou určit hodnotu následovně

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{TČV_t}{(1+i_{k,1})^t} + \frac{TČV_{T+1}}{i_{k,2}} \cdot \frac{1}{(1+i_{k,1})^T}, \quad (2.23)$$

kde  $TČV_t$  je trvale odnímatelný čistý výnos v jednotlivých letech 1. fáze,  $i_{k,1}$  je kalkulovaná úroková míra pro 1. fázi,  $TČV_{T+1}$  je trvale odnímatelný čistý výnos ve 2. fázi,  $i_{k,2}$  znamená kalkulovanou úrokovou míru pro 2. fázi,  $T$  je délka 1. fáze a  $t$  jsou jednotlivé roky 1. fáze.

## 2.6.2 Majetkové metody oceňování

Majetkové metody ocenění jsou založeny na ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů.

### Účetní hodnota

Podstatou účetní hodnoty je, že se vychází ze stavových veličin rozvahy. Východiskem pro stanovení hodnoty je ocenění fixních aktiv, oběžných aktiv, závazků a dluhů v nominálních hodnotách. Výhodami této metody jsou lehce dostupná data a jednoduchý výpočet, kde se hodnota vlastního kapitálu získá jako rozdíl účetní hodnoty aktiv a účetní hodnoty závazků a dluhů.

### Substanční hodnota

Substanční metoda je založena na reprodukční pořizovací ceně jednotlivých aktiv snížené o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění za podmínky pokračování podnikatelské činnosti. Substanční hodnota je souhrnem samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků, jejichž výsledkem je hodnota netto. Výhodou této metody je, že jsou brány v úvahu tržní podmínky, jelikož jsou k ocenění používané reprodukční pořizovací ceny. Tato metoda ale nebere v úvahu vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku, což je bráno jako nedostatek.

### Likvidační hodnota

U likvidační hodnoty je zjišťována hodnota majetku k určitému časovému okamžiku, kdy je předpokládáno, že podnik ukončí svou činnost a jednotlivá aktiva budou rozprodána, a tím budou splaceny veškeré závazky podniku, včetně odměny likvidátora. Likvidační hodnotou je určena dolní hranice hodnoty podniku.

## 2.6.3 Metody komparativní

Komparativní metody lze nazvat metodami relativního oceňování nebo tržního srovnání. U této metody se vychází z odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Výpočet hodnoty firmy lze určit jako

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.24)$$

Základem je určení multiplikátoru, podle něhož jsou zohledněny rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků. Výhodou metody komparativní je snadný a rychlý výpočet. Negativum této metody je v tom, že musí být splněny podmínky srovnatelnosti mezi oceňovanou a srovnatelnou firmou. Je velmi náročné a zdlouhavé nalézt srovnatelný podnik, jelikož každý podnik je svým způsobem v některé oblasti specifický.



## 2.6.4 Metody kombinované

Podstata kombinované metody spočívá na průměru hodnotu zjištěných dle výše popsaných metod, tj. metod výnosových, majetkových a komparativních. Obecně lze výpočet zapsat jako vážený průměr

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.25)$$

kde  $w_i$  vyjadřuje váhy přiřazené jednotlivým metodám a  $V_i$  hodnotu propočtenou podle jednotlivých metod, za podmínek  $w_i \in [0;1]$  a  $\sum_i w_i = 1$ .

Častokrát je aplikována kombinace ocenění metodou výnosovou a substanční, jelikož je brána v úvahu majetková i výnosová stránka podniku. V případě této kombinace se hodnota podniku stanoví jako aritmetický průměr výnosové a substanční metody a lze ji zapsat jako

$$V = (V_S + V_V) / 2, \quad (2.26)$$

kde  $V_S$  je hodnota ocenění dle metody substance,  $V_V$  je hodnota ocenění pomocí výnosové metody.

Obecně lze využít vážený aritmetický průměr a výsledná hodnota podniku je určena podle vztahu

$$V = w_1 \cdot V_S + w_2 \cdot V_V, \quad (2.27)$$

kde  $w_1$  a  $w_2$  jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám ocenění,  $w_1, w_2 \in [0;1]$ ,  $w_1 + w_2 = 1$ .

Při využití kombinace výnosové a substanční metody jsou odstraněny nevýhody substanční metody, u níž nejsou reflektovány očekávané výnosy podniku, a metody výnosové, která nebere v úvahu skutečnou hodnotu využívaného majetku.

## 2.6.5 Fázové metody

V podnikatelské realitě se očekává fungování podniku do nekonečna (tzv. going concern). Problém nastává při plánování peněžních toků pro neomezené časové období, jelikož pro podnik toto naplánovat je značně obtížné. Podnik totiž zpravidla prochází různými fázemi vývoje, a proto byly vyvinuty jednofázové, dvoufázové a vícefázové metody.

Níže jsou popsány jednofázové a dvoufázové metody vysvětleny a popsány pro metodu diskontovaných peněžních toků.

### Jednofázová metoda

*Jednofázová metoda* je situace, u níž se předpokládá konstantní chování po celé období a životnost podniku je neomezena. Hodnota podniku při konstantních FCF je určena jako perpetuita,

$$V = \frac{FCF}{R}, \quad (2.28)$$

nebo lze hodnotu určit s tempem růstu, resp. poklesu  $g$ ,

$$V = \frac{FCF}{R - g}, \quad (2.29)$$

kde  $g = \frac{FCF_{t+1} - FCF_t}{FCF_t}$ ,  $g \in (-1; R)$  a zároveň  $g_t \neq R$ . Pokud  $g \in (0; R)$ , pak jde o růst, pokud

$g = 0$ , firma neroste, pokud  $g \in (-1; 0)$ , pak jde o pokles firmy.

### Dvoufázová metoda

*Dvoufázová metoda* je založena na rozdělení trvání firmy na dvě fáze. První fáze je odhadnuta na 4 až 6 let, kde lze nejlépe odhadnout a naplánovat FCF z podnikatelské činnosti. Po skončení první fáze následuje druhá fáze, která trvá do nekonečna. V druhé fázi lze pouze odhadnout vývoj finančních toků. Hodnota ocenění podniku pro dvě fáze se stanoví jako

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.30)$$

kde  $V_1$  je hodnota firmy za první fázi a  $V_2$  je hodnota firmy za druhou fázi.

Finanční toky pro první fázi lze stanovit relativně přesně, a proto je hodnota firmy určena jako

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.31)$$

kde  $FCF_t$  jsou finanční toky v první fázi,  $R_1$  jsou náklady kapitálu v první fázi,  $T$  je délka první fáze a  $t$  jsou jednotlivé roky první fáze.

V druhé fázi je brán pouze trend volných peněžních toků. Počítá se zde tzv. pokračující hodnota, která vyjadřuje hodnotu podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze. Pokračující hodnota je nutné diskontovat k momentu ocenění

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.32)$$

kde  $PH$  je pokračující hodnota,  $R_1$  jsou náklady kapitálu v první fázi.

V druhé fázi, za podmínky konstantních finančních toků, je pokračující hodnota vypočtena jako

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.33)$$

kde  $FCF_{T+1}$  jsou volné peněžní toky pro druhou fázi,  $R_2$  jsou náklady kapitálu v druhé fázi.

Za předpokladu konstantního růstu finančních toků  $g$  lze obecně zapsat

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}, \quad (2.34)$$

kde  $g$  je tempo růstu peněžních toků.

Výslednou hodnotu podniku lze vyjádřit takto

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + PH \cdot (1 + R_1)^{-T}. \quad (2.35)$$

## 2.7 Určení volných peněžních toků

Základem při stanovení hodnoty podniku pomocí metod DCF je vymezení volných finančních toků, a proto je této problematice věnována celá podkapitola.

Volné peněžní toky (Free Cash Flow, FCF) jsou rozdílem příjmů a výdajů generovaných aktivy podniku a vztahují se k určitému druhu kapitálu. FCF jsou členěny podle toho z jakého pohledu je na ně nahlíženo, jedná se o volné peněžní toky plynoucí vlastníkům firmy (Free Cash Flow to the Equity, FCFE) a volné finanční toky pro věřitele (Free Cash Flow to the Debt, FCFD). Sečtením těchto dvou položek, tedy FCFE a FCFD, jsou získány volné finanční toky pro vlastníky a věřitele (Free Cash Flow to the Firm, FCFF). FCFF charakterizují všechny toky, které jsou generovány aktivy podniku.

**Celkový peněžní tok FCFF** je složen ze dvou částí, z peněžních toků pro vlastníky FCFE a z peněžních toků pro věřitele FCFD, což lze vyjádřit takto

$$FCFF = FCFE + FCFD, \quad (2.36)$$

**Volné finanční toky pro vlastníky FCFE** jsou z peněžních toků z provozní, investiční a finanční činnosti a jsou určeny následovně

$$FCFE = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV + S, \quad (2.37)$$

kde  $\Delta$  ČPK je změna čistého pracovního kapitálu,  $INV$  jsou investiční výdaje a  $S$  je saldo dluhu, čili rozdíl čerpání dluhu  $S^C$  a splátek dluhu  $S^S$ .

**Volné finanční toky FCFD** z pohledu věřitelů jsou určeny následovně

$$FCFD = \text{úrok} \cdot (1 - t) - S, \quad (2.38)$$

kde  $S$  je rozdíl mezi příjmy z inkasovaných splátek dluhu a výdajů na poskytnutý dluh,  $\text{úrok}$  znamená přijatý úrok z poskytnutého úvěru,  $t$  je sazba daně z příjmů.

Sloučením vzorců (2.37) a (2.38) lze získat celkové finanční toky FCFF z celkového kapitálu následovně

$$FCFF = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV + \text{úrok} \cdot (1 - t) \quad (2.39)$$

Pokud je celkový kapitál vytvořen výhradně vlastním kapitálem a firma je nezádlužená, potom jsou volné finanční toky vlastního kapitálu  $FCFE_U$  i celkového kapitálu  $FCFF_U$  totožné. Volné finanční toky nezádlužené firmy  $FCFE_U$  jsou stanoveny

$$FCFF_U = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV. \quad (2.40)$$

## 2.8 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu jsou takové náklady, které musí podnik vynaložit na získání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Náklady kapitálu značí nejnižší požadovanou míru výnosnosti tohoto kapitálu. Na náklady kapitálu lze nahlížet ze dvou úhlů, za prvé se může jednat o náklady z pohledu investora, který vkládá do podniku svůj kapitál, a tudíž požaduje za něj určitou výnosnost; za druhé se jedná o náklady z pohledu podniku, který musí pro svůj další rozvoj získat kapitál, a tudíž za něj zaplatit určitou cenu.

### 2.8.1 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál lze označit jako vážené průměrné náklady kapitálu (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Tyto náklady jsou kombinací rozdílných podob kapitálu,

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.41)$$

kde  $R_D$  jsou náklady na cizí kapitál,  $t$  je sazba daně z příjmu,  $D$  je úročený cizí kapitál,  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,  $E$  je vlastní kapitál.

Náklady celkového kapitálu zahrnují jak náklady na cizí, tak i náklady na vlastní kapitál, které je nutné vyčíslit na základě tržních hodnot.

### 2.8.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál lze charakterizovat jako úroky nebo kupónové platby, které jsou zaplacený věřitelům. Výše úrokové sazby je dána situací na finančním trhu. Úrokové sazby se dělí do několika hledisek.

Z hlediska času jsou dlouhodobé úvěry dražší než střednědobé či krátkodobé. Dle očekávané efektivnosti platí, že je-li bonita dlužníka vyšší, tím je stanovena úroková nižší sazba.

Náklady cizího kapitálu jsou vyjádřeny jako úroky snížené o daňový štít, které plynou z využití cizího kapitálu.

$$R_D = i \cdot (1-t), \quad (2.42)$$

kde  $i$  je úroková míra z dluhu,  $t$  je sazba daně.

### 2.8.3 Náklady na vlastní kapitál

Pro náklady na vlastní kapitál existují dva důvody, proč jsou pro podnik vyšší než náklady na cizí kapitál. Prvním důvodem je, že riziko vlastníka je vyšší než riziko věřitele, který má jistý úrokový výnos bez ohledu na ziskovosti dlužníka. Zatímco vlastník vkládá peněžní prostředky na neomezený časový horizont, výnos není dopředu garantován a je podmíněný hospodářskou situací. Dalším důvodem je, že nákladové úroky jsou daňově uznatelnými náklady, což je efektem daňového štítu.

Pro stanovení nákladu vlastního kapitálu existují čtyři základní metody, kterými jsou:

- model oceňování kapitálových aktiv CAPM,
- arbitrážní model oceňování APM,
- dividendový růstový model,
- stavebnicový model.

**Model oceňování kapitálových aktiv CAPM** je založen na tržním přístupu ke stanovení nákladů kapitálu. Tento model lze využít za předpokladu rovnováhy, která je dána mezním sklonem očekávaného výnosu a rizika, který je pro všechny investory stejný. Model je postaven na lineárním vztahu mezi výnosem daného aktiva a tržního portfolia, jež je rizikovým faktorem, který znázorňuje riziko celého trhu. Model je jednofaktorovým modelem. Pro odhad koeficientu  $\beta$  je možno využít regresní analýzy. Model CAPM – SML beta verze je dán vztahem

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F] \quad (2.43)$$

kde  $E(R_E)$  je očekávaný výnos vlastního kapitálu,  $R_F$  je bezriziková sazba,  $\beta_E$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia a  $E(R_M)$  je očekávaný výnos tržního portfolia.

Na koeficient  $\beta$  má vliv zadluženost firmy. Hodnotu beta zadlužené firmy  $\beta^L$  je možné stanovit v závislosti na beta nezadlužené firmy  $\beta^U$  a zadluženosti vlastního kapitálu  $D/E$ , kde  $t$  je daňová sazba.

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[ 1 + (1-t) \cdot \frac{D}{E} \right] \quad (2.44)$$

**Arbitrážní model oceňování – APM** je dalším modelem založený na tržním přístupu pro zjištění nákladů vlastního kapitálu. Tento model je vícefaktorový a bere tak v úvahu více rizikových činitelů. Rovnovážnou podmínkou je nemožnost arbitráže, tudíž žádný z investorů nemůže dosáhnout arbitrážního zisku. Odhad parametru  $\beta_{Ej}$  lze určit dle vícerozměrných metod regresní analýzy. Model APM je ve formě

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F], \quad (2.45)$$

kde  $\beta_{Ej}$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos  $j$ -tého faktoru,  $E(R_j)$  je očekávaný výnos  $j$ -tého faktoru.

**Dividendový model** je používán pro oceňování akcií, kdy tržní cena akcie se rovná současné hodnotě budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. Za podmínky časově neomezené držby akcií a konstantní hodnoty dividendy lze určit tržní cenu jako perpetuitu a to

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}, \quad (2.46)$$

kde  $DIV$  je konstantní výše dividendy.

Za předpokladu, že hodnota dividendy poroste tempem  $g$ , tak je změněn výpočet na Gordonův dividendový model s konstantním růstem takto,

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} + g. \quad (2.47)$$

**Stavebnicové modely** jsou poslední jmenovanou metodou pro stanovení nákladu na vlastní kapitál. Tyto modely se využívají v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky. Lze je využít, pokud nelze použít model CAPM a arbitrážní model. Nevýhodou tohoto modelu je stanovení koeficientu  $\beta$  zvláště u podniků, které nemají akcie obchodovány na kapitálovém trhu. Náklad na vlastní kapitál  $R_E$  lze určit jakou součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií, které se stanoví na základě účetních dat podniku.

Stavebnicový model je neustále vyvíjen Ministerstvem průmyslu a obchodu a jeho poslední forma je určena na základě modelu MM II. Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy  $WACC_U$  jsou vypočteny dle stavebnicové metody jako

$$WACC_U = R_E^U = R_F + R_{\text{PODNIKATELSKÉ}} + R_{\text{FINSTAB}} + R_{\text{LA}}, \quad (2.48)$$

kde  $R_F$  je bezriziková úroková míra,  $R_{\text{PODNIKATELSKÉ}}$  je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko,  $R_{\text{FINSTAB}}$  je riziková přírážka za riziko vycházející z finanční stability,  $R_{\text{LA}}$  je riziková přírážka za velikost podniku.

Celkové náklady zadlužené firmy se stanoví jako,

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} - t\right), \quad (2.49)$$

kde  $A$  jsou aktiva společnosti,  $D = UZ - VK$ ,  $UZ$  jsou úplatné zdroje a  $VK$  je vlastní kapitál a  $t$  je sazba daně z příjmů.

Náklady vlastního kapitálu se poté určí takto,

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} \cdot \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left( \frac{UZ}{A} \cdot \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.50)$$

kde  $UZ = VK + BU + OBL$ ,  $UZ$  jsou úplatné zdroje,  $VK$  je vlastní kapitál,  $BU$  jsou bankovní úvěry,  $OBL$  jsou obligace,  $A$  jsou aktiva,  $CZ$  je čistý zisk,  $Z$  je hrubý zisk,  $UM$  je úroková míra.

## 2.9 Analýza citlivosti

Jako poslední krok ocenění podniku, po zjištění hodnoty podniku, je vhodné provést citlivostní analýzu. Pomocí citlivostní analýzy je zjišťováno, jak se změna vybraných vstupních faktorů o určité procento projeví na výsledné hodnotě podniku. Základem je jednofaktorová analýza, u které je analyzován vliv změny jednoho vstupního faktoru za podmínky, že ostatní faktory zůstanou neměnné.

### 3 Charakteristika společnosti a návrh finančního plánu

Třetí kapitola je zaměřena nejprve na popis analyzované společnosti, je provedena strategická a finanční analýza a sestaven dlouhodobý finanční plán firmy pro léta 2013 až 2017. Data pro tuto kapitolu byla čerpána z výročních zpráv a nekonsolidovaných účetních závěrek společnosti za léta 2008 až 2012.

#### 3.1 Základní údaje o společnosti

Obchodní firma:	Metrostav a.s.
Sídlo:	Koželužská 2450/4, 180 00 Praha 8
IČ:	00014915
Právní forma:	akciová společnost
Druh akcií:	kmenové
Akcie:	7 906 668 ks akcií na jméno v zaknihované podobě
Jmenovitá hodnota:	100,- Kč

Společnost Metrostav a.s. byla založena dne 31. prosince 1990 jako nástupce stejnojmenného národního podniku, k jehož založení došlo v roce 1971 za účelem výstavby pražského metra. Na podnik Metrostav a.s., coby nástupnickou právnickou osobu, přešlo přeshraniční fúzí jmění zanikající právnické osoby Metrostav SK a.s.

Metrostav a.s. byl přeměněn ze specializovaného státního podniku na stavební firmu s univerzálním zaměřením, jejíž aktivity je možné sledovat jak na území ČR a Slovensku, tak i v zahraničí. Mezi klíčové záležitosti patří výstavba, rekonstrukce a opravy silnic, mostů, tunelů a dále projekty pro velké průmyslové firmy a veřejné investory.

Od roku 1998 je Metrostav a.s. držitelem mezinárodně platného certifikátu řízení jakosti dle ISO 9001 na generální dodávku staveb, jenž uděluje BVQI se sídlem v Londýně. Může se ucházet o významné armádní zakázky a realizovat investiční záměry jiných bezpečnostních složek ČR i zemí NATO, neboť mu byl udělen certifikát Národního bezpečnostního úřadu.

Tab. 3.1: Významné stavby zahájené v roce 2012

Stavby v roce 2012	
Malá vodní elektrárna, Litoměřice	Přístupové tunely Kalasatama, Helsinky
Výrobní hala LEGO, Kladno	Městský okruh, Plzeň
Depozitář Národní knihovny, Praha	Rekonstrukce stadionu, Ostrava
Revitalizace náměstí, Čelákovice	Čistírna odpadních vod, Cheb
Logistický areál Sčitomiriči, Bělorusko	Silnice I/56 Ostrava – Prodloužená Místecká
Výstavba urgentního příjmu FN, Košice	Galerie Šantovka, Olomouc

Zdroj: Výroční zpráva Metrostav a.s., 2012



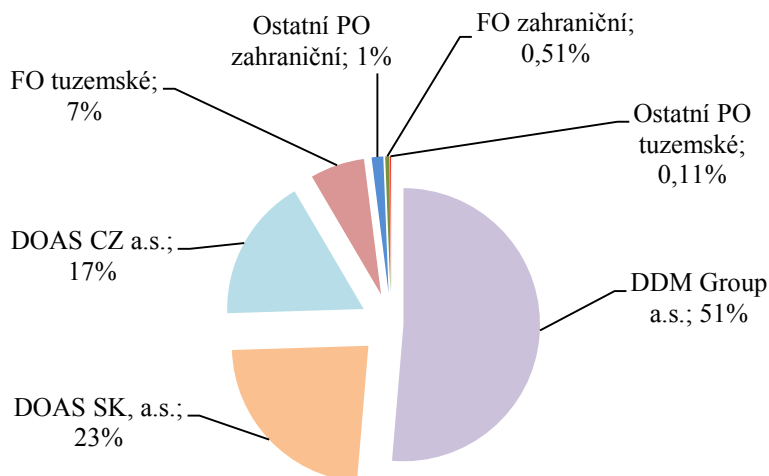
Metrostav a.s. podniká především v níže vyjmenovaných oborech stavebnictví:

- občanské stavby (občanská výstavba, administrativní budovy, nákupní centra, hotely, školy, divadla, sportovní objekty),
- bytová výstavba (rodinné domy, bytové domy),
- průmyslová výstavba (elektrárny, průmyslové stavby, budovy pro průmysl, zásobníky, ČOV, úpravní vody),
- dopravní stavby (komunikace a zpevněné plochy, železnice, mosty, valy, rampy, dráhy),
- metro (výstavba tras pražského metra),
- podzemní stavby (objekty podzemní hloubené a ražené, tunely, podchody, šachty, štoly, vrty),
- vodohospodářské stavby - úpravy toků, kanály, jezy, nádrže,
- vedení místní a dálková - sítě, řady, vodovody, kanalizace, plynovody, elektro a kabelovody, teplovody,
- ostatní inženýrské stavby (demolice, sanace, rekultivace, zemní práce a úpravy území).

### 3.1.1 Akcionářská struktura

V následujícím Graf 3.1 je uvedena akcionářská struktura podniku Metrostav a.s. k 31.12.2012.

Graf 3.1: Podíl akcionářů na základním kapitálu



Zdroj: Výroční zpráva Metrostav a.s., 2012

Nadnárodní spolčenost DDM Group a.s. je ovládající osobou, vlastní akcie, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota k 31. prosinci 2012 činí 51,34 % základního kapitálu společnosti Metrostav a.s.

### 3.1.2 Skupina Metrostav a.s.

Metrostav a.s. je vedoucí společností Skupiny Metrostav, která je zobrazena v Tab. 3.2. Společností je podporován rozvoj všech dceřiných společností a současně je usilováno o dosahování synergií uvnitř skupiny. Dceřiné společnosti se zabývají i jinými činnostmi než je stavební výroba, a proto bude v dalších částech této práce analyzována pouze nekonsolidovaná účetní závěrka.

Tab. 3.2: Skupina Metrostav a.s.

Předmět činnosti	Název společnosti
<b>Společnosti charakteru stavební výroby</b>	Subterra a.s.
	Metrostav SK a.s.
	PRAGIS a.s.
	Metrostav Deutschland GmbH
<b>Společnosti charakteru služeb</b>	METROS s.r.o.
	SQZ s.r.o.
	CCE Praha s.r.o.
<b>Společnosti developerské</b>	Metrostav Development a.s.
<b>Společnosti ostatní</b>	Metrostav Nemovitostní, uzavřený investiční fond a.s.

Zdroj: Výroční zpráva Metrostav a.s., 2012

### 3.1.3 Ekonomická situace

Za vrchol rozvoje stavebního trhu v České republice je obecně považován rok 2008 a od té doby lze již čtvrtým rokem zaznamenat jen jeho výrazný propad. Dle Českého statistického úřadu byl objem stavebních zakázek v roce 2012 v porovnání s rokem 2011 o 16,7% nižší. Ve srovnání s konjunkturálním rokem 2008 byla celková hodnota stavebních zakázek nižší o více než 40%.

Výrazný pokles se projevil v přebytku kapacit na trhu, zvýšeném konkurenčním boji a poklesu vysoutěžených cen, které jsou často pod úrovní vlastních nákladů. Tato situace se projevila ve všech segmentech stavebního trhu. Této situaci nepřispívá ani to, že v současnosti jsou Českou republikou omezeny veřejné investice do segmentu stavebnictví.

Tento stav ekonomiky se pravděpodobně v brzké době nezmění, a proto je nezbytné pro zajištění výrobního programu společnosti Metrostav a.s. hledat nové cesty. Vzhledem

k omezené přípravě velkých stavebních projektů je nutno se orientovat na střední a menší zakázky.

## 3.2 Strategická analýza

V následující podkapitole je provedena strategická analýza společnosti Metrostav a.s. Tato analýza se skládá ze dvou základních částí, a to analýzy vnějšího potenciálu a analýzy vnitřního potenciálu. Na konci strategické analýzy je provedena SWOT analýza.

### 3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

V této části je určen relevantní trhu na kterém se společnost Metrostav a.s. pohybuje a jsou popsány národohospodářské faktory, které na daný trh působí.

#### Určení relevantního trhu

Každou společnost působící na trhu je třeba zařadit do příslušného odvětví. K tomuto zařazení od roku 2008 slouží klasifikace ekonomických činností CZ-NACE.

U vybrané společnosti Metrostav a.s. tvoří hlavní předmět podnikání stavební činnost, která je dle klasifikace CZ-NACE zařazena do sekce F - Stavebnictví. Analyzovaná společnost má univerzální zaměření v oblasti stavebnictví, tudíž pokrývá celou sekci F. Metrostav a.s. působí po celém našem území, a proto je relevantním trhem určen trh stavebnictví České republiky.

#### Národohospodářské faktory

Každý podnik je ovlivňován makroekonomickým okolím, kterým je obklopen. V Tab. 3.3 je uveden vývoj HDP, míry inflace a míry nezaměstnanosti od roku 2008. Léta 2008 až 2012 jsou pevně známa, avšak rok 2013 je stanovený odhadem, rok 2014 a 2015 je predikcí a u roku 2016 a 2017 se jedná pouze o výhled.

Tab. 3.3: Základní ekonomické ukazatele a jejich vývoj

Ukazatel		Rok									
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
HDP (stálé ceny)	růst v %	3,1	-4,5	2,5	1,8	-1,0	-1,4	1,4	2,0	2,4	2,5
Míra inflace	průměr v %	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	1,0	2,4	0,9	2,0
Míra nezaměstnanosti	průměr v %	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	7,0	6,9	6,5	6,1

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Pro HDP byl nejkritičtější rok 2009, kdy byl meziroční propad ve výši -4,5%. V tomto roce došlo k plným projevům hospodářské krize, snížila se jak spotřeba domácností, tak i soukromé investice. Díky nevýhodnému vývoji zahraniční poptávky poklesl také vývoz. I na trhu práce bylo dosahováno nepříznivého vývoje, jelikož se nezaměstnanost zvýšila v průměru na 6,7%. Od tohoto roku se meziroční změny HDP pohybují kolísavým trendem,

avšak od roku 2014 je dle predikce Ministerstva financí ČR odhadován příznivý meziroční růst hodnoty HDP, který je navázán na postupné ožívování ekonomiky díky příznivému vývoji zahraniční poptávky.

Od ledna roku 2010 platí inflační cíl 2% a je ČNB usilováno o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila o více než jeden p. b. na obě strany.

### 3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu

Analýza vnitřního potenciálu je zaměřena na určení vývoje tržního podílu společnosti Metrostav a.s. Prvním krokem této analýzy je proto stanovení tržních podílů společnosti na relevantním trhu. Stanovení tržního podílu bylo tedy provedeno jako podíl tržeb oceňovaného podniku na tržbách relevantního trhu.

Tab. 3.4: Tržní podíl společnosti Metrostav a.s. na relevantním trhu

	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby Metrostav a.s. (tis. Kč)	22 777 798	22 169 089	21 238 855	21 491 000	20 656 063
Tržby relevantního trhu (tis. Kč)	232 957 339	221 782 407	214 187 516	205 532 003	176 590 438
<b>Tržní podíl (%)</b>	<b>9,78</b>	<b>10,00</b>	<b>9,92</b>	<b>10,46</b>	<b>11,70</b>

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu, výroční zpráva Metrostav a.s., vlastní zpracování

Z Tab. 3.4 plyne, že tržní podíl podniku na sektoru stavebnictví v průměru činí 10% a od roku se 2012 zvyšuje. Tento trend je nastaven díky opravdu silnému postavení v České republice a také díky stále častějšímu získávání veřejných zakázek. Společností je jednoznačně prokázáno vedoucího postavení na domácím trhu, které je dosaženo vysokou univerzalitou a působností ve všech segmentech stavebnictví napříč regiony České republiky. Managementem podniku je prováděna systematická marketingová a obchodní činnost vedoucí k využití příležitostí na trhu a k cílevědomé účasti v nabídkových řízeních.

#### Hlavní konkurenti

Mezi hlavní konkurenty společnosti Metrostav a.s. jsou řazeny Skanska a.s., Eurovia CS a.s. a Strabag, a.s.. Zajímavým zhodnocením konkurence je posouzení tržních podílů jednotlivých stavebních společností na tržbách celého relevantního trhu, viz. Tab. 3.5.

Tab. 3.5: Tržní podíly hlavních konkurentů (%)

Konkurenti	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Skanska a.s.	7,61	12,20	9,26	7,29	7,15
Eurovia CS a.s.	6,66	7,94	8,73	7,74	5,83
Strabag a.s.	7,70	8,06	7,82	7,33	7,23

Zdroj: Výroční zprávy jednotlivých společností, vlastní zpracování

Z Tab. 3.5 je patrné, že nejnižšího tržního podílu je nejčastěji dosahováno společností Eurovia CS a.s. Tržní podíl společnosti Skanska a.s. a Strabag a.s. je v letech 2008, 2011 a 2012 přibližně ve stejné hodnotě. Při porovnání Tab. 3.4 a Tab. 3.5 je patrné, že stavební trh je veden společností Metrostav a.s., výjimkou je pouze rok 2009.

### 3.2.3 SWOT analýza

Výstupem strategické analýzy je SWOT analýza, která je zaměřena na charakteristiku klíčových faktorů ovlivňujících strategické postavení společnosti.

Tab. 3.6: SWOT analýza společnosti Metrostav a.s.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Přední postavení na tuzemském trhu,</li> <li>• dlouhá historie společnosti (43 let),</li> <li>• certifikace pro generální dodávku pozemního a inženýrského stavitelství dle ČSN EN ISO 9001:2001,</li> <li>• certifikace EMAS vydaná Ministerstvem životního prostředí ČR, renomé ekologického výrobce,</li> <li>• spolupráce s vysokými školami na projektech, aktivní vyhledávání a výběr kvalifikovaného personálu skrze absolventy vysokých škol,</li> <li>• využívání světové nejrozšířenější metody výstavby tunelů pomocí technologie strojního ražení (TBM)</li> <li>• získání prestižního ocenění „BEZPEČNÝ PODNIK“ uděleno státním úřadem inspekce práce již po páté.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nízký počet kvalifikovaných zaměstnanců v oblasti řemesel.</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Podpora středních odborných škol a středních odborných učilišť,</li> <li>• rozšíření na ostatní zahraniční trhy,</li> <li>• rychlé přizpůsobení novým technologiím,</li> <li>• zachování dobrého jména mezi zahraničními investory.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Další pokles objemu veřejných zakázek,</li> <li>• změny v legislativě, např. v oblasti zadávání veřejných zakázek,</li> <li>• rostoucí konkurence a tlak ze strany dalších významných společností na tuzemském trhu,</li> <li>• snižující se počet zájemců o učňovské obory, nedostatek řemeslníků.</li> </ul>

Zdroj: Vlastní zpracování

### 3.3 Finanční analýza

Metodami finanční analýzy je komplexně hodnocena úroveň finanční situace společnosti. V rámci předložené diplomové práce bude finanční zdraví podniku Metrostav a.s. posouzeno pomocí poměrových ukazatelů rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity. Použitá data byla čerpána z nekonsolidovaných výročních zpráv, tedy z rozvahy a výkazu zisku a ztráty, které jsou součástí Přílohy č. 1 a 2.

#### 3.3.1 Ukazatele rentability

Prostřednictvím ukazatelů rentability je měřena výdělečná schopnost vložených prostředků, jako je kapitál a aktiva, ke kterým je následně poměřován zisk společnosti. V rámci této skupiny ukazatelů byla vypočítána rentabilita vlastního kapitálu (*ROE*) a rentabilita aktiv (*ROA*). Hodnoty ukazatelů jsou obsaženy v Tab. 3.7. a v Graf 3.2 je vyznačen jejich vývoj.

Tab. 3.7: Hodnoty ukazatelů rentability (%)

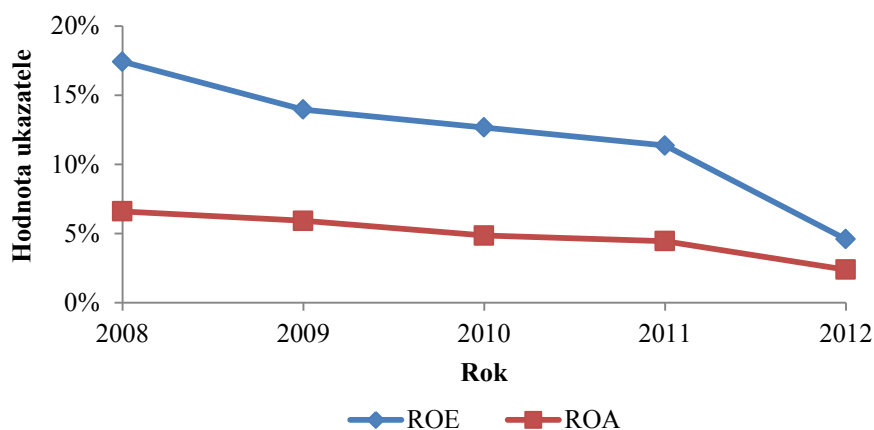
Ukazatel	Vzorec	Rok				
		2008	2009	2010	2011	2012
ROE	(2.5)	17,42	13,97	12,66	11,36	4,59
ROA	(2.6)	6,60	5,92	4,86	4,46	2,40

Zdroj: Vlastní zpracování

Ukazatelem *ROE* je dán do poměru čistý zisk k vlastnímu kapitálu firmy. Tímto ukazatelem je vyjádřeno, jak jsou zhodnoceny vlastní zdroje. Z Graf 3.2 plyne, že hodnota *ROE* má klesající trend, kdy nejvyšší hodnoty je dosaženo v roce 2008 a nejnižší hodnoty 4,59% v roce posledním. Trend ukazatele je především dán každoročním poklesem čistého zisku, který byl způsoben ekonomickou krizí a útlumem v sektoru stavebnictví. Mezi lety 2011/2012 byl meziroční pokles zisku ve výši 59,04%, tudíž se hodnota *ROE* dostala na velmi nízkou úroveň. V letech 2010 a 2011 je dán pokles ukazatele i díky mírnému nárůstu vlastního kapitálu zapříčiněnému položkou nerozděleného zisku minulých let.

Ukazatelem *ROA* je posuzováno, jak jsou zhodnocena aktiva podniku bez ohledu na to, ze kterých zdrojů jsou financována. Hodnot *ROA* má stejně jako předešlý ukazatel klesající trend, který je dán především snižující se položkou *EBIT* firmy Metrostav. V posledním období je zaznamenán nejnižší pokles hodnoty *ROA*, což bylo způsobeno i díky poklesu nákladových úroků o 99,85%.

Graf 3.2: Vývoj ukazatelů rentability



Zdroj: Vlastní zpracování

Je žádoucí, aby zhodnocení vlastního kapitálu bylo vyšší než zhodnocení aktiv, jelikož vlastní kapitál je pokládán za dražší. Toto pravidlo je dle Graf 3.2 v každém analyzovaném roce splněno.

### 3.3.2 Ukazatele zadluženosti a finanční stability

Ukazateli zadluženosti je posuzován vztah mezi vlastním a cizím kapitálem. Hodnoty vybraných ukazatelů zadluženosti jsou shrnuty v Tab. 3.8. Vývoj ukazatele stupně krytí stálých aktiv a majetkového koeficientu je zobrazen v Graf 3.3.

Tab. 3.8: Hodnoty ukazatelů zadluženosti

Ukazatel	Vzorec	Rok				
		2008	2009	2010	2011	2012
Celková zadluženost	(2.7)	66,82%	64,58%	68,02%	63,83%	63,19%
Stupeň krytí stálých aktiv	(2.8)	1,96	2,01	2,19	2,31	2,55
Majetkový koeficient	(2.9)	3,33	3,13	3,41	3,10	3,06

Zdroj: Vlastní zpracování

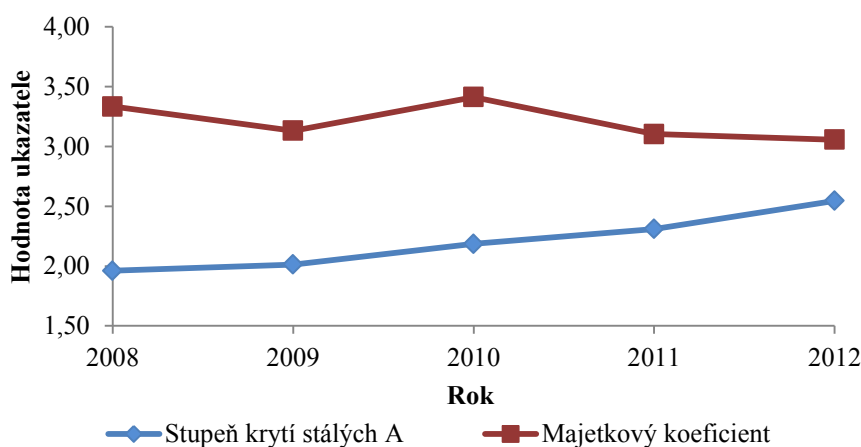
Ukazatelem *celkové zadluženosti* je poměřován cizí kapitál k celkovým aktivům. Hodnota tohoto ukazatele se za sledované období příliš nemění a pohybuje se v průměru kolem příznivé hodnoty 65%, což znamená, že cizí kapitál tvoří nadpoloviční většinu zdrojů pro financování majetku společnosti, ale riziko pro věřitele není vysoké.

Ukazatelem *stupeň krytí stálých aktiv* je dáván do poměru dlouhodobý kapitál, tedy vlastní kapitál a dlouhodobý cizí kapitál, k dlouhodobému majetku. Je žádoucí, aby hodnota tohoto ukazatele byla alespoň 1, a tedy aby byl všechn dlouhodobý majetek pokryt dlouhodobým kapitálem, což zajišťuje finanční stabilitu podniku. Z Tab. 3.8 lze vysledovat, že dlouhodobý kapitál společnosti Metrostav a.s. je zaokrouhleně dvakrát větší, než je hodnota stálých aktiv, a tato hodnota se meziročně zvyšuje díky rostoucí položce dlouhodobého kapitálu. Z druhého

pohledu lez říci, že část oběžných aktiv, která se trvale nachází v podniku, jsou financována z dlouhodobého kapitálu.

Posledním analyzovaným ukazatelem ve skupině hodnotící finanční stabilitu je *majetkový koeficient*, kterým je vyjádřeno kolik korun aktiv podniku připadá na 1 Kč vlastního kapitálu. Tento ukazatel má kolísavý charakter, nejvyšší hodnoty je dosahováno v roce 2010 a znamená to, že na 1 Kč vlastního kapitálu připadá 3,41 Kč celkových aktiv společnosti Metrostav a.s. Z hodnot v Tab. 3.8 je dáno, že celková aktiva jsou z podstatnější části kryta cizími zdroji, jak bylo uvedeno výše.

Graf 3.3: Vývoj ukazatelů zadluženosti



Zdroj: Vlastní zpracování

### 3.3.3 Ukazatele likvidity

V tržních podmínkách nemůže být podnik jen rentabilním, musí současně disponovat likvidními aktivy. Likvidita podniku Metrostav a.s. je měřena pomocí ukazatelů celkové, pohotové a okamžité likvidity. Konkrétní hodnoty jsou obsaženy v Tab. 3.9. a vývoj je zachycen do Graf 3.4.

Tab. 3.9: Hodnoty ukazatelů likvidity

Ukazatel	Vzorec	Rok				
		2008	2009	2010	2011	2012
Celková likvidita	(2.10)	1,56	1,62	1,59	1,76	1,93
Pohotová likvidita	(2.11)	1,52	1,58	1,57	1,73	1,88
Okamžitá likvidita	(2.12)	0,56	0,70	0,84	0,71	0,66

Zdroj: Vlastní zpracování

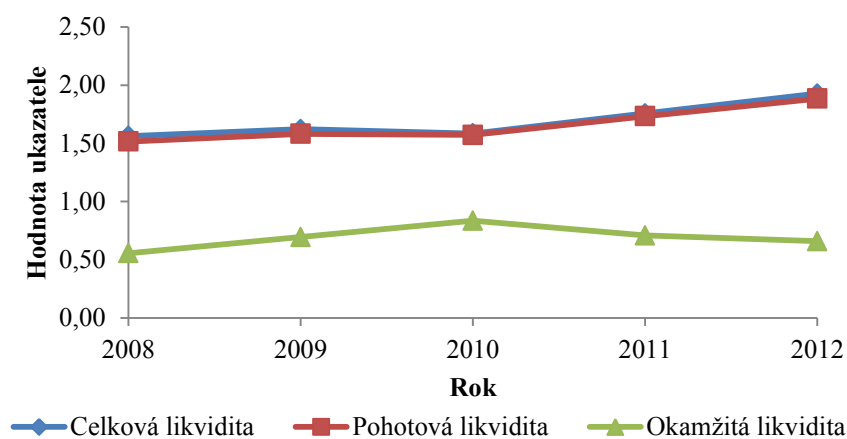
Hodnotami ukazatele *celkové likvidity* je vykazováno kolísavého trendu. Nejvyšší hodnoty je dosahováno v roce 2012 a znamená to, že kdyby byla přeměněna všechna oběžná aktiva v peněžní prostředky, tak by byli věřitelé uspokojeni téměř dvakrát. Tento pohled vyjadřuje, že analyzovaný podnik nemá problémy s likviditou.



Z Tab. 3.9 lze usoudit, že hodnotami celkové a *pohotové likvidity* je dosahováno téměř totožné výše a vyvíjejí se stejným trendem. Tato skutečnost je dána tím, že zásoby podniku Metrostav a.s. jsou oproti hodnotě oběžných aktiv v zanedbatelné výši.

Naproti tomu *okamžitá likvidita* má zcela odlišný trend, jak lze posoudit z Graf 3.4. Tento trend je odvislý od hodnoty pohotových platebních prostředků, jejíž výše v analyzovaném období kolísá. Z hodnot ukazatele okamžité likvidity plyne, že společnosti Metrostav a.s. nestačí na úhradu krátkodobých závazků pouze pohotové peněžní prostředky, ale musí čerpat zdroje i z jiných částí oběžného majetku, ovšem tento jev není negativní, není totiž žádoucí, aby měla jakákoliv společnost ve velké výši přebytečné peníze na účtech, v pokladnách a v dalších částech krátkodobého finančního majetku.

Graf 3.4: Vývoj ukazatelů likvidity



Zdroj: Vlastní zpracování

### 3.3.4 Ukazatele aktivity

Mezi poslední hodnotící ukazatele poměrové analýzy jsou ukazatele aktivity. Jedná se o ukazatele doby obratu a jsou obsahem Tab. 3.10, jejich vývoj je zachycen v Graf 3.5.

Tab. 3.10: Hodnoty ukazatelů aktivity (dny)

Ukazatel	Vzorec	Rok				
		2008	2009	2010	2011	2012
Doba obratu aktiv	(2.13)	244,43	259,74	324,24	321,03	331,88
Doba obratu zásob	(2.14)	5,48	4,64	1,95	3,25	5,60
Doba obratu pohledávek	(2.15)	110,75	104,02	115,32	142,85	161,58
Doba obratu závazků	(2.16)	146,51	145,95	188,13	168,85	176,29

Zdroj: Vlastní zpracování

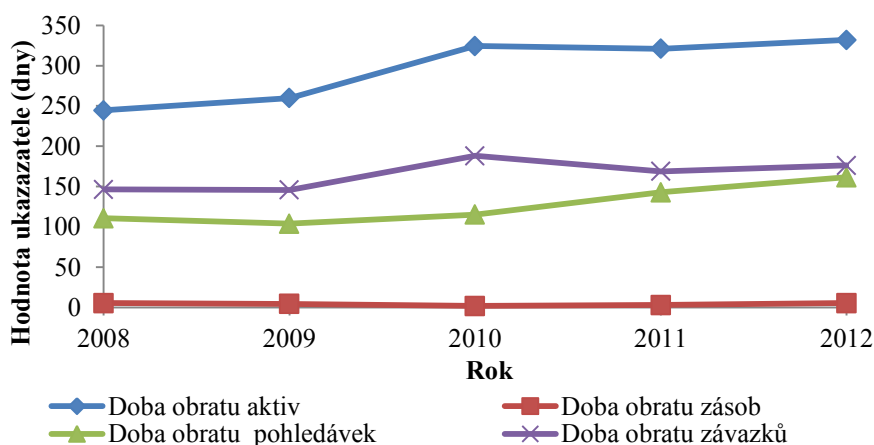
Ukazatelem *doby obratu aktiv* je vyjádřeno, za jak dlouho v podniku dojde k obratu majetku. Ukazatel má rostoucí trend, což není příznivou skutečností. Nejvyšší hodnoty je

dosaženo v roce 2012, kde byla, dle Tab. 3.10, doba obratu ve výši 331,88 dní, znamená to, že podniku Metrostav trvá téměř rok, než jsou přeměna celková aktiva v tržby.

Ukazatel *doby obratu zásob* vykazuje kolísavý trend od hodnoty 1,95 až do hodnoty 5,60. Ve sledovaném období je vždy počet dní obratu zásob na tržby kratší než 1 týden, tato krátká doba je pro podnik velmi příznivá.

Ukazatelem *doby obratu pohledávek* je vyjádřeno s jakou splatností jsou průměrně placeny faktury a naopak ukazatelem *doby obratu závazků* je stanoveno, na jak dlouho byl dodavateli poskytnut obchodní úvěr. Je žádoucí, aby doba obratu pohledávek byla kratší než doba obratu závazků, toto obecné pravidlo je ve všech obdobích splněno. Je však nutné podotknout, že se hodnoty těchto dvou ukazatelů v poslední analyzované roce 2012 velmi přiblížily, dobu mezi vyinkasováním pohledávek a zaplacením dodavatelských faktur je pouze 15 dní. Podnik by proto měl přijmout opatření, aby případně nebylo v budoucnosti porušeno pravidlo solventnosti.

Graf 3.5: Vývoj ukazatelů aktivity



Zdroj: Vlastní zpracování

### 3.4 Návrh dlouhodobého finančního plánu

V této kapitole je sestaven dlouhodobý finanční plán pro léta 2013 až 2017, v rámci kterého jsou plánovány jednotlivé položky rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Nejprve je sestaven regresní model, na základě kterého jsou předvídány tržby podniku, a poté jsou výkazy sestaveny vždy ve třech scénářích (scénář Ministerstva financí ČR, Komerční banky a Citibank) lišících se predikcí tempa růstu HDP. V této části bude uveden vždy pouze scénář Komerční banky. Plánovaná rozvaha a výkaz zisku a ztráty jsou uvedeny v Příloze č. 5 a 6. pro scénář MF ČR a v Příloze č. 7 a 8. pro scénář Citibank.

### 3.4.1 Sestavení regresního modelu a plán tržeb

Tržby společnosti Metrostav a.s. byly odhadnuty na základě sestavení lineárního vícerozměrného regresního modelu a za využití metody nejmenších čtverců. Pro tyto účely byl využit modul Regrese v programu Microsoft Excel.

Závislou proměnnou regresního modelu byly tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb podniku a jako nezávislé proměnné byly postupně použity stavební práce, stavební zakázky, HDP v nominálním a reálném vyjádření. Analyzované byly veličiny za období let 2000 až 2012. Z těchto proměnných byly sestaveny jednofaktorové, dvoufaktorové a třífaktorové regresní modely, u kterých byl posuzován koeficient determinace  $R^2$  a byla prováděna statistická verifikace pro 5% hladinu významnosti. V rámci statistické verifikace byl testován model jako celek, ale byly testovány i jednotlivé parametry modelu. Z více faktorových modelů byl postupně vybrán dle statistické významnosti a co nejvyššího koeficientu determinace jeden dvoufaktorový model. Nezávislé proměnné vybraného modelu jsou stavební zakázky a reálný HDP, regresní model lze vyjádřit dle vzorce (2.1) následovně:

$$Tržby\ podniku_t = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot stavební\ zakázky_t + \hat{\beta}_2 \cdot HDP_t + \hat{u}_t. \quad (3.1)$$

V následujícím Obr. 3.1 jsou uvedeny konkrétní hodnoty výsledného regresního modelu. Hodnota spolehlivosti  $R$  je ve výši 92,74%, tato hodnota znamená, že hodnota tržeb podniku je z 92,74% vysvětlena danými nezávislými proměnnými. Pro testování statistické významnosti modelu jako celku je využíváno hodnoty Významnosti  $F$ , která je nižší než je stanovená hladina významnosti 5%. Dále byly testovány jednotlivé parametry regresního modelu, hodnoty jsou uvedeny pod názvem Hodnota  $P$  a jsou opět nižší než 5%. Z těchto skutečností lze usoudit, že model splňuje podmínky statistické verifikace.

Obr. 3.1: Výsledný regresní model

Regresní statistika	
Násobné R	0,96301985
Hodnota spolehlivosti R	<b>92,74%</b>
Nastavená hodnota spolehl. R	0,91288869
Chyba stř. hodnoty	1559,21582
Pozorování	13

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	2	310591554,2	155295777	63,8773925	<b>0,00%</b>
Rezidua	10	24311539,8	2431154		
Celkem	12	334903094			

	Koeficienty	Chyba stř. hod.	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-21523,485	3530,173798	-6,097004	<b>0,01%</b>	-29389,2024	-13657,77	-29389,2	-13657,77
Stavební zakázky	0,04374684	0,014223275	3,0757219	<b>1,17%</b>	0,012055406	0,0754383	0,0120554	0,0754383
HDP	0,00982266	0,001231765	7,9744646	<b>0,00%</b>	0,00707812	0,0125672	0,0070781	0,0125672

Zdroj: Vlastní zpracování

Z hodnot regresního modelu uvedených v Obr. 3.1 lze vyjádřit dle vztahu (3.1) konečnou podobu regresního modelu naplněnou hodnotami následovně:

$$Tržby\ podniku_i = -21\,523\,4850 + 0,0437 \cdot stavební\ zakázky_i + 0,0098 \cdot HDP_i + \hat{u}_i. \quad (3.2)$$

Pro naplňování tržeb podniku v letech 2013 až 2017 je potřeba zjistit vývoj nezávislých proměnných regresního modelu v budoucnu.

Pro vývoj reálného HDP jsou použity tři prognózy následujících institucí: Ministerstvo financí ČR, Komerční banka a Citibank, jejich hodnoty jsou shrnuty v Tab. 3.11.

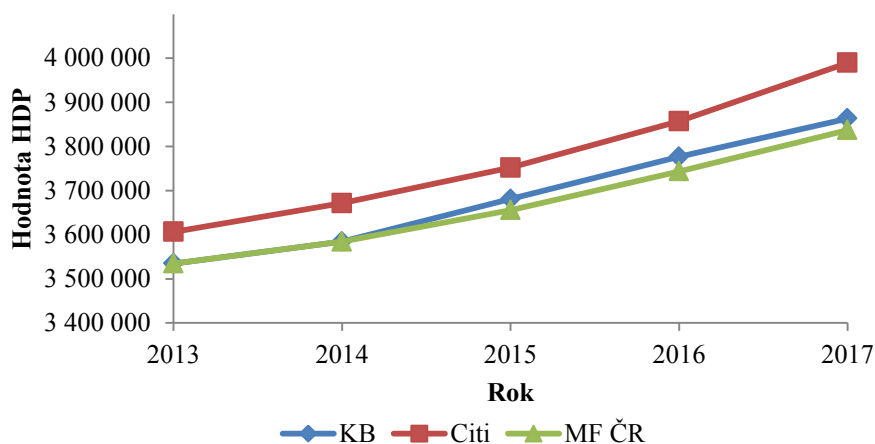
Tab. 3.11: Prognózy vývoje HDP dle jednotlivých scénářů

Scénář	HDP	2013	2014	2015	2016	2017
MF ČR	Odhad tempa růstu (%)	-1,4	1,4	2	2,4	2,5
	Odhad HDP (mil. Kč)	3 534 735	3 584 221	3 655 906	3 743 648	3 837 239
KB	Odhad tempa růstu (%)	-1,4	1,4	2,7	2,6	2,3
	Odhad HDP (mil. Kč)	3 534 735	3 584 221	3 680 995	3 776 701	3 863 565
Citibank	Odhad tempa růstu (%)	0,6	1,8	2,2	2,8	3,4
	Odhad HDP (mil. Kč)	3 606 434	3 671 349	3 752 119	3 857 178	3 989 608

Zdroj: Ministerstvo financí ČR, Komerční banka, Citibank, vlastní zpracování

Prognózy výše hrubého domácího produktu scénářů Ministerstva financí ČR, Komerční banky a Citibank jsou přehledně zobrazeny v Graf 3.6.

Graf 3.6: Vývoj HDP dle scénářů (mil. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Z Graf 3.6 je patrné, že prognózy dle Ministerstva financí ČR a Komerční banky jsou v letech 2013 a 2014 zcela totožné. Od roku 2014 jsou prognózy vývoje HDP odlišné.

Hodnoty stavebních zakázek pro období 2013 až 2017 byly vypočteny meziroční změnou zjištěnou na základě váženého průměru meziročních změn z let 2000 až 2012. Roku 2000 je přiřazena váha nejnižší a roku 2012 váha nejvyšší. Hodnota tohoto váženého průměru

je ve výši -1,99%, což znamená, že meziročně se bude hodnota stavebních zakázek snižovat o necelé 2%. Hodnoty stavebních zakázek pro roky 2013 až 2017 jsou součástí Tab. 3.12.

Tab. 3.12: Prognóza vývoje stavebních zakázek (mil. Kč)

	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
Stavební zakázky	146 190	143 283	140 433	137 640	134 902

Zdroj: Vlastní zpracování

Posledním krokem pro stanovení tržeb podniku je dosažení absolutních hodnot reálného HDP z Tab. 3.11 a hodnot stavebních zakázek z Tab. 3.12 do vztahu (3.2). Jelikož jsou hodnoty HDP vyjádřeny ve třech scénářích, budou pro stejný počet vyjádřeny i tržby podniku.

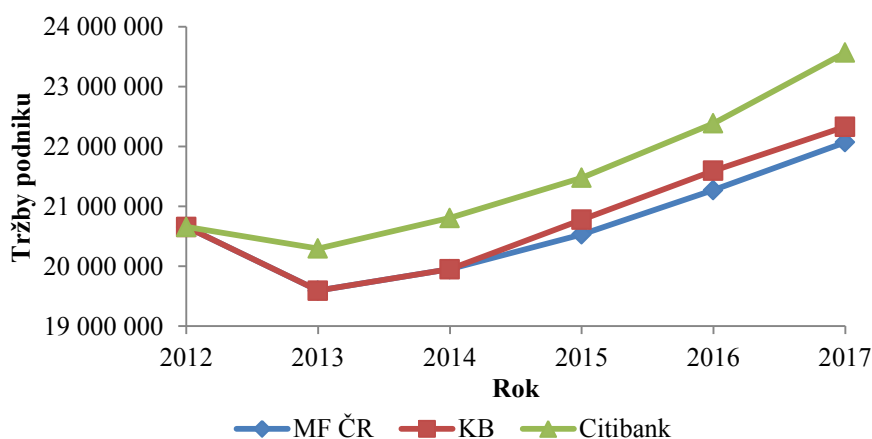
Tab. 3.13: Prognóza tržeb podniku dle jednotlivých scénářů (tis. Kč)

Scénář	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
MF ČR	19 592 394	19 951 284	20 530 748	21 270 417	22 069 974
KB	19 592 394	19 951 284	20 777 194	21 595 093	22 328 572
Citibank	20 296 664	20 807 113	21 475 818	22 385 593	23 566 648

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro lepší přehled o vývoji tržeb podniku jsou do Graf 3.7 zahrnuty i tržby roku 2012, tedy posledního roku známého z výkazů.

Graf 3.7: Vývoj tržeb podniku dle jednotlivých scénářů (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Z Graf 3.7 je patrný jasný propad v roce 2013 oproti roku předešlému. Tento propad je dán především klesajícím tempem HDP. Od tohoto roku je zaznamenán pozvolný růst tržeb podniku související s celkovým oživením ekonomiky. Opět platí, že hodnoty scénáře MF ČR a KB jsou v letech 2013 a 2014 totožné.

Z prognózy tržeb podniku dále vychází plán rozvahy a zisku a ztráty. Pro níže popsané a zobrazené plány bude vždy počítáno se scénářem KB. Plán rozvahy a zisku a ztráty pro scénář MF ČR a Citibank je součástí Přílohy č.5 až 8.

### 3.4.2 Plán zisku a ztráty

Plán zisku a ztráty je sestaven na období 2013 až 2017 a je rozdělen do několika dílčích úseků. Na konci plánu je vyjádřen čistý zisk podniku Metrostav a.s.

#### Plán obchodní marže

*Obchodní marže* je tvořena rozdílem mezi tržbami za prodej zboží a náklady vynaložené na prodej zboží. Nákup a prodej zboží je okrajová činnost podniku, tudíž její hodnota v čase kolísá. Obchodní marže byla stanovena jako vážený průměr podílů obchodní marže ke stavu zboží uvedeného v rozvaze. *Tržby i náklady na prodej zboží* jsou poté vyjádřeny jako vážený průměr jejich podílu na obchodní marži. Uvedené položky jsou součástí Tab. 3.14.

Tab. 3.14: Plán obchodní marže (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	322	296	273	251	231
Náklady vynaložené na prodané zboží	317	292	268	247	227
<b>Obchodní marže</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

#### Plán výkonů

*Výkony* jsou součtem tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, změny stavu zásob vlastní činnosti a aktivace, viz Tab. 3.15. Stěžejní položkou je v plánu výkonů plán *tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb*, který byl již zmíněn výše a byl stanoven na základě sestaveného regresního modelu. *Změna stavu zásob vlastní činnosti a aktivace* byly odhadnuty na základě váženého průměru podílu na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb.

Tab. 3.15: Plán výkonů (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Výkony</b>	<b>19 673 931</b>	<b>20 034 314</b>	<b>20 863 662</b>	<b>21 684 964</b>	<b>22 421 496</b>
Tržby z prodeje vlastních výrobků a sl.	19 592 394	19 951 284	20 777 194	21 595 093	22 328 572
Změna stavu zásob vlastní činnosti	33 961	34 583	36 014	37 432	38 703
Aktivace	47 576	48 448	50 453	52 439	54 221

Zdroj: Vlastní zpracování

#### Plán výkonové spotřeby

*Výkonová spotřeba* je tvořena spotřebou materiálu a energie, viz. Tab. 3.16. Výkonová spotřeba je navázána na tržby podniku, jelikož je předpokládáno, že čím má podnik vyšší

tržby, tím více rozšiřuje výrobu a rostou náklady. A proto je výkonová spotřeba vyjádřena váženým průměrem podílů na tržbách podniku. *Spotřeba materiálu, energie a služby* jsou poté naplánovány jako vážený průměr podílů na výkonové spotřebě.

Tab. 3.16: Plán výkonové spotřeby (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>16 204 740</b>	<b>16 501 575</b>	<b>17 184 680</b>	<b>17 861 158</b>	<b>18 467 814</b>
Spotřeba materiálu a energie	13 965 684	14 221 505	14 810 223	15 393 231	15 916 063
Služby	2 239 056	2 280 070	2 374 457	2 467 928	2 551 751

Zdroj: Vlastní zpracování

Po sečtení obchodní marže, výkonů a odečtení výkonové spotřeby je získána přidaná hodnota podniku. Její výše pro predikované roky je uvedena v Tab. 3.17.

Tab. 3.17: Plán přidané hodnoty (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>3 469 196</b>	<b>3 532 744</b>	<b>3 678 986</b>	<b>3 823 810</b>	<b>3 953 685</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán osobních nákladů

Každý podnik pro svou činnost potřebuje zaměstnance, se zaměstnáváním zaměstnanců souvisejí *osobní náklady*. Tyto náklady jsou tvořeny *mzdovými náklady, odměnami členům orgánů společnosti, náklady na sociální zabezpečení zdravotní pojištění a sociálními náklady*. I zde je výše osobních nákladů navázána na vývoj tržeb podniku, a tedy jejich výše je spočtena váženým průměrem těchto podílů. Dílčí položky jsou naplánovány vzhledem k podílu na osobních nákladech, tento podíl je opět zprůměrován. Konkrétní hodnoty osobních nákladů jsou uvedeny v Tab. 3.18.

Tab. 3.18: Plán osobních nákladů (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Osobní náklady</b>	<b>2 059 890</b>	<b>2 097 623</b>	<b>2 184 457</b>	<b>2 270 448</b>	<b>2 347 564</b>
Mzdové náklady	1 510 145	1 537 808	1 601 467	1 664 509	1 721 045
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	8 123	8 272	8 614	8 954	9 258
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	466 921	475 474	495 157	514 649	532 129
Sociální náklady	74 701	76 069	79 218	82 336	85 133

Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán prodeje dlouhodobého majetku a materiálu

*Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu* jsou naplánovány vzhledem k tržbám podniku. Je tedy spočten vážený průměr podílů v jednotlivých letech. *Tržby z prodeje*

*dlouhodobého majetku a tržby z prodeje materiálu* jsou opět naplánovány jako vážený průměr podílů těchto dílčích položek k celkovým tržbám z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, konkrétní čísla jsou uvedena v Tab. 3.19.

Tab. 3.19: Plán prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>124 966</b>	<b>127 255</b>	<b>132 523</b>	<b>137 740</b>	<b>142 418</b>
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	22 138	22 543	23 477	24 401	25 229
Tržby z prodeje materiálu	102 828	104 712	109 047	113 339	117 189

Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a materiálu

*Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu* je získána součtem zůstatkové ceny prodaného majetku a prodaného materiálu. *Zůstatková cena prodaného majetku* je vyjádřena váženým průměrem podílu této položky k tržbách z prodeje dlouhodobého majetku, zmiňovaných výše. Položka *prodaného materiálu* je vztažena k tržbám z prodeje materiálu stejným způsobem.

Tab. 3.20: Plán zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>102 857</b>	<b>104 741</b>	<b>109 077</b>	<b>113 371</b>	<b>117 222</b>
Zůstatková cena prodaného majetku	8 107	8 256	8 598	8 936	9 240
Prodaný materiál	94 750	96 485	100 480	104 435	107 982

Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán ostatních položek v provozní činnosti

*Daně a poplatky* jsou vyjádřeny váženým průměrem podílů k tržbám podniku. *Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku* jsou stěžejní položkou v plánování, jelikož jejich hodnota je dále používána při stanovení hodnoty firmy. Nejprve byl vyjádřen odpisovaný majetek z rozvahy, mezi který jsou řazeny položky: software, jiný dlouhodobý nehmotný majetek, stavby, samostatné movité věci a soubory movitých věcí a jiný dlouhodobý hmotný majetek. Poté byl určen vážený průměr podílů odpisů k tomuto odpisovanému majetku. Hodnoty položek *zvýšení/snížení rezerv a opravných položek v provozní oblasti*, *ostatní provozní výnosy* a *ostatní provozní náklady* jsou určeny na základě váženého průměru podílu těchto položek k tržbám podniku. Hodnoty ostatních provozních položek jsou uvedeny v Tab. 3.21.



Tab. 3.21: Plán ostatní položek v provozní činnosti (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
Daně a poplatky	16 881	17 191	17 902	18 607	19 239
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	59 708	60 183	63 334	67 886	72 453
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v provozní oblasti	232 786	237 050	246 863	256 581	265 295
Ostatní provozní výnosy	151 724	154 503	160 899	167 232	172 913
Ostatní provozní náklady	233 011	237 279	247 102	256 829	265 552

Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán položek ve finanční činnosti

Do Tab. 3.22 jsou shrnuty položky z finanční části výkazu zisku a ztráty. *Tržby z prodeje cenných papírů a podílů* jsou naplánovány ve výši 20% meziročního růstu, stejným způsobem jsou naplánovány *prodané cenné papíry a podíly*. *Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a účetních jednotkách pod podstatným vlivem* byly spočteny jsou vážený průměr podílů na dlouhodobém finančním majetku z rozvahy. U *výnosů i nákladů z přecenění cenných papírů* se předpokládá nulová hodnota, jelikož tato položka byla v minulosti nestabilní a častokrát dosahovala hodnoty nula. Hodnota *zvýšení/snížení rezerv a opravných položek ve finanční oblasti* je zjištěna pomocí váženého průměru podílu této položky na krátkodobých cenných papírech a podílech. *Výnosové úroky* jsou vztaženy k bankovním účtům, tudíž jejich hodnota byla stanovena jako vážený průměr podílů k rozvahové položce účty v bankách. V současnosti nejsou čerpány žádné bankovní úvěry, proto ani v budoucnu se nepředpokládá nárůst položky *nákladové úroky*. *Ostatní finanční výnosy a ostatní finanční náklady* jsou určeny váženým průměrem podílů na dlouhodobém finančním majetku.

Tab. 3.22: Plán položek ve finanční činnosti (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby z prodeje CP a podílů	1 736	2 084	2 500	3 000	3 601
Prodané CP a podíly	1 290	1 548	1 858	2 229	2 675
Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a účetních jednotkách pod podstatným vlivem	91 506	93 919	96 400	99 005	101 626
Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v finanční oblasti	450 032	458 276	477 246	496 033	512 881
Výnosové úroky	79 327	80 780	84 124	87 436	90 405
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	69 825	71 667	73 560	75 547	77 548
Ostatní finanční náklady	128 529	131 919	135 404	139 062	142 745

Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán výsledků hospodaření

*Provozní výsledek hospodaření* byl získán sečtením položek přidaná položka, tržby z prodeje dlouhodobého majetku, ostatních provozních výnosů a odečtením položek osobní náklady, daně a poplatky, odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku, zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, zvýšení/snížení rezerv a opravných položek v provozní oblasti a ostatních provozních nákladů.

*Finanční výsledek hospodaření* byl vypočten sečtením položek tržby z prodeje cenných papírů a podílů, výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a účetních jednotkách pod podstatným vlivem, výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů, výnosové úroky, ostatní finanční výnosy a odečtením položky prodané cenné papíry a podíly, náklady z přecenění cenných papírů a derivátů, zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v finanční oblasti, nákladové úroky a ostatní finanční náklady.

Sečtením položek provozního výsledku hospodaření a finančního výsledku hospodaření je získán výsledek hospodaření před zdaněním. Po odečtení daně z příjmů za běžnou činnost je vyjádřen výsledek hospodaření za běžnou činnost. Jelikož u společnosti Metrostav a.s. nejsou evidovány mimořádné výnosy ani náklady, je výsledek hospodaření za účetní období roven tomu za běžnou činnost. Konkrétní hodnoty jsou uvedeny v Tab. 3.23.

Tab. 3.23: Plán výsledků hospodaření (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní výsledek hospodaření	1 040 753	1 060 435	1 103 674	1 145 061	1 181 691
Finanční výsledek hospodaření	-337 457	-343 293	-357 924	-372 337	-385 121
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	599 689	611 495	635 889	658 889	679 223
Výsledek hospodaření za účetní období	599 689	611 495	635 889	658 889	679 223
Výsledek hospodaření před zdaněním	703 296	717 142	745 750	772 724	796 570

Zdroj: Vlastní zpracování

### 3.4.3 Plán rozvahy

Plán rozvahy je sestaven pro léta 2013 až 2017 a je komentován vždy po dílčích skupinách.

#### Plán dlouhodobého nehmotného majetku

Nejvýznamnější složkou dlouhodobého nehmotného majetku je *software*. V dnešní době moderních technologií je téměř nutností využívat při každé činnosti v podniku software. Je také zapotřebí tento software neustále aktualizovat, a proto je naplánováno každoroční navýšení položky o 1%. Dále je podnikem Metrostav a.s. naplánována investice v hodnotě 3 000 tis. Kč. Tato investice je rozdělena do dvou let a je zobrazena v položce *nedokončený*

*dlouhodobý nehmotný majetek*, kdy je v roce 2014 navýšena o 1 500 tis. Kč a v roce 2015 o dalších 1 500 tis. Kč. V roce 2016 je investice zařazena do užívání, tudíž je položka software navýšena o hodnotu 3 000 tis. Kč a hodnota nedokončeného DNM je nulová a předpokladem je, že bude nulová i v dalších letech. *Jiný dlouhodobý nehmotný majetek* je odhadnut pomocí váženého průměru meziročních změn. Hodnoty položek dlouhodobého nehmotného majetku jsou vyčísleny v Tab. 3.24.

Tab. 3.24: Plán dlouhodobého nehmotného majetku (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>10 432</b>	<b>11 899</b>	<b>13 418</b>	<b>13 338</b>	<b>13 441</b>
Software	9 960	10 059	10 160	13 261	13 394
Jiný DNM	340	207	126	77	47
Nedokončený DNM	132	1 632	3 132	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán dlouhodobého hmotného majetku

Hodnota *pozemků* je konstantní ve výši 299 tis. Kč a je předpokladem, že zůstane neměnná i v dalších letech. Stavby, jakožto odepisovaná položka, je každoročně snížena o 3% z důvodu odpisů. Nepředpokládá se žádná investice v oblasti staveb v plánovaném období. Položka *samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí* je taktéž každoročně snížena o hodnotu odpisů. V roce 2014 budou společností Metrostav a.s. nakoupeny stroje za 40 000 tis. Kč. Konkrétně se jedná o pásové rypadlo CATERPILLAR 349EL za cenu 22 500 tis. Kč a o kolový dempr CATERPILLAR 740J v hodnotě 17 500 tis. Kč, stroje jsou v tom samém roce zařazeny do užívání. Po této velké investici je předpokládáno meziroční navyšování položky samostatných movitých věcí o 10% z důvodu obnovy. *Jiný dlouhodobý hmotný majetek* je naplánován pomocí váženého průměru meziročních změn. *Nedokončený DHM* je určen jako vážený průměr podílů této položky na dlouhodobém hmotném majetku. Položka *poskytnutých záloh* je od roku 2012 nulová, tudíž je předpokladem, že bude nulová i nadále.

Tab. 3.25: Plán dlouhodobého hmotného majetku (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>254 121</b>	<b>256 262</b>	<b>270 196</b>	<b>287 199</b>	<b>307 322</b>
Pozemky	299	299	299	299	299
Stavby	8092	7 849	7 614	7 385	7 164
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	189 509	199 188	219 106	241 017	265 119
Jiný DHM	47529	40 162	33 936	28 675	24 230
Nedokončený DHM	8 691	8 765	9 241	9 823	10 511
Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování

## Plán dlouhodobého finančního majetku

Pro položku *podíly – ovládaná osoba* je naplánováno meziroční tempo růstu ve výši 3%, položka se každoročně navyšovala v minulosti, a proto se tento trend očekává i v budoucnu. Naproti tomu *podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem* byly v minulosti rozkolísané, ovšem je naplánováno ustálení této hodnoty a meziroční zvyšování o 1,5%. Hodnota *ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů* je od roku 2009 ve výši 2 950 tis. Kč, a proto se i v plánovacím období očekává, že tato hodnota zůstane konstantní. *Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek* jsou od roku v nulové hodnotě, a tudíž se nulová hodnota předpokládá i v budoucnu. Konkrétní hodnoty zmíněných položek dlouhodobého finančního majetku jsou v Tab. 3.26.

Tab. 3.26: Plán dlouhodobého finančního majetku (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>4 189 109</b>	<b>4 299 594</b>	<b>4 413 166</b>	<b>4 532 415</b>	<b>4 652 434</b>
Podíly - ovládaná osoba	3 179 448	3 274 832	3 373 077	3 474 269	3 578 497
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	1 006 711	1 021 812	1 037 139	1 052 696	1 068 487
Ostatní dlouhodobé CP a podíly	2 950	2 950	2 950	2 950	2 950
Poskytnuté zálohy na DFM	0	0	0	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování

## Plán zásob

Položka *materiál* je navázán na tržby podniku. Konkrétně je vyjádřen materiál jako vážený průměr podílů na tržbách podniku. Stejným způsobem je naplánována i *nedokončená výroba a polotovary a poskytnuté zálohy na zásoby*. Nákup a prodej *zboží* není řazen mezi hlavní činnosti podniku Metrostav a.s. a navíc byla tato hodnota v minulosti rozkolísaná, proto je naplánováno její meziroční 8% snižování. Zásoby jsou součtem zmíněných položek a jejich hodnoty jsou obsahem Tab. 3.27.

Tab. 3.27: Plán zásob (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Zásoby</b>	<b>225 186</b>	<b>228 293</b>	<b>236 587</b>	<b>244 854</b>	<b>252 252</b>
Materiál	46 685	47 540	49 508	51 457	53 204
Nedokončená výroba a polotovary	167 326	170 391	177 445	184 430	190 694
Zboží	10 355	9 526	8 764	8 063	7 418
Poskytnuté zálohy na zásoby	821	836	870	905	935

Zdroj: Vlastní zpracování

## Plán dlouhodobých pohledávek

Nejpodstatnější položkou, která se podílí na dlouhodobých pohledávkách přibližně 70%, jsou *pohledávky z obchodních vztahů*. Jejich výše je logicky navázána na tržby podniku, a tedy jsou vyjádřeny jako vážený průměr podílů pohledávek z obchodních vztahů na tržbách podniku. Položka *pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba* je v minulém vývoji velmi nestabilní, a proto je do budoucna předpokládáno, že se bude meziročně zvyšovat o 5%. *Pohledávky za společníky a účastníky sdružení* jsou stanoveny na základě váženého průměru meziročních změn. Položky *dlouhodobé poskytnuté zálohy* a *odložená daňová pohledávka* jsou určeny váženým podílem vzhledem k tržbám podniku. U *jiných pohledávek* je předpokladem nulová hodnota, jelikož společnost Metrostav a.s. od roku 2011 tyto pohledávky neeviduje.

Tab. 3.28: Plán dlouhodobých pohledávek (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>1 210 253</b>	<b>1 230 257</b>	<b>1 278 821</b>	<b>1 327 297</b>	<b>1 371 033</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	836 821	852 150	887 425	922 359	953 687
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	17 362	18 230	19 141	20 098	21 103
Pohledávky za společníky a účastníky sdružení	14 274	11 820	9 788	8 106	6 712
Dlouhodobě poskytnuté zálohy	177	180	187	195	201
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	341 620	347 877	362 278	376 539	389 329

Zdroj: Vlastní zpracování

## Plán krátkodobých pohledávek

V rámci výčtu krátkodobých pohledávek jsou i zde nejvyšší položkou *pohledávky z obchodních vztahů*, jejich podíl na krátkodobých pohledávkách činí v průměru kolem 75%. Jejich výše je v plánu vyjádřena pomocí váženého průměru podílů pohledávek z obchodních vztahů na tržbách podniku. I u krátkodobých pohledávek je zjištěno, že v minulých letech je položka *pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba* výkyvná, a předpokládá se, že její hodnota bude v analyzovaných letech meziročně růst o 10%. Společnost Metrostav a.s. od roku 2012 nezaznamenává žádnou hodnotu u *pohledávek – podstatný vliv*, a proto je předpokladem, že tato hodnota bude nulová i v plánovaném období. *Pohledávky za společníky a účastníky sdružení* jsou z krátkodobého hlediska také naplánovány s 10% meziročním růstem. Položky *stát – daňové pohledávky*, *krátkodobé poskytnuté zálohy* a *jiné pohledávky* jsou určeny jako vážený průměr meziročních změn jednotlivých položek k tržbám podniku. *Dohadné účty aktivní* jsou taktéž velmi nestabilní položkou, proto je jejich výše určena

na konstantní úrovni ve všech letech, tato hodnota byla zjištěna jako vážený průměr hodnot 2011 a 2012. Hodnoty krátkodobých pohledávek jsou zobrazeny v Tab. 3.29.

Tab. 3.29: Plán krátkodobých pohledávek (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>7 072 480</b>	<b>7 288 609</b>	<b>7 656 243</b>	<b>8 033 342</b>	<b>8 398 077</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	5 485 522	5 586 005	5 817 245	6 046 242	6 251 603
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	921 373	1 013 511	1 114 862	1 226 348	1 348 983
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky a účastníky sdružení	158 653	174 518	191 970	211 167	232 284
Stát - daňové pohledávky	239 865	244 258	254 370	264 383	273 363
Krátkodobé poskytnuté zálohy	154 760	157 595	164 118	170 579	176 373
Dohadné účty aktivní	89 655	89 655	89 655	89 655	89 655
Jiné pohledávky	22 653	23 068	24 023	24 969	25 817

Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán krátkodobého finančního majetku

Položka celkového krátkodobého finančního majetku je určena na základě váženého průměru podílů této součtové položky k tržbám podniku. Dílčí položky jsou naplánovány způsobem váženého průměru podílů jednotlivých položek k celkovému finančnímu majetku a jejich hodnoty jsou k vidění v Tab. 3.30.

Tab. 3.30: Plán krátkodobého finančního majetku (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>5 292 554</b>	<b>5 389 502</b>	<b>5 612 608</b>	<b>5 833 549</b>	<b>6 031 686</b>
Peníze	900	916	954	992	1 025
Účty v bankách	3 205 062	3 263 772	3 398 880	3 532 678	3 652 666
Krátkodobé cenné papíry a podíly	2 086 592	2 124 814	2 212 773	2 299 880	2 377 995

Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán časového rozlišení aktiv

Položka *nákladů příštích období* i *příjmů příštím období* je stanovena jako vážený průměr podílů těchto položek k tržbám podniku. *Komplexní náklady příštích období* jsou od roku 2011 nulové, tudíž je předpokládáno, že bude nulová i v plánovaném období, viz. Tab. 3.31.

Tab. 3.31: Plán časového rozlišení aktiv (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Časové rozlišení</b>	<b>194 966</b>	<b>198 537</b>	<b>206 756</b>	<b>214 895</b>	<b>222 194</b>
Náklady příštích období	176 986	180 228	187 689	195 077	201 703
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
Příjmy příštích období	17 980	18 309	19 067	19 818	20 491

Zdroj: Vlastní zpracování

## Plán vlastního kapitálu

*Základní kapitál* společnosti je neměnný a společnost Metrostav a.s. zatím neplánuje jeho navýšení, hodnota je ve výši 790 667 tis. Kč. Kapitálové fondy jsou tvořeny položkou *ostatní kapitálové fondy a oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků*. Ve výkazech společnosti Metrostav a.s. je položka ostatní kapitálové fondy v letech 2008 až 2011 nulová a pouze v roce 2012 je zaznamenáno hodnoty 250 tis. Kč. Z toho důvodu bylo usouzeno, že tento nárůst v roce 2012 je ojedinělý, tudíž je hodnota v následujících letech 2013 až 2017 naplánována opět jako nulová. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků jsou vyjádřeny jako vážený průměr podílů této položky k součtu dlouhodobého majetku a závazků společnosti. *Zákonný rezervní fond* je v stejné výši 159 481 tis. Kč od roku 2008, tudíž je stanovena jeho výše v letech 2013 až 2017 také jako konstantní. *Výsledek hospodaření minulých let* odpovídá hodnotě položky nerozděleného zisku minulých let. *Nerozdělený zisk minulých let* je vyjádřen jako nerozdělený zisk minulých let v roce předešlém, plus výsledek hospodaření běžného účetního období v roce předešlém, minus vyplacené dividendy a investice do dlouhodobého majetku v roce současném. *Výsledek běžného účetního období* je převzat z plánu výkazu zisku a ztráty. Hodnota vlastního kapitálu je tedy součtem položek základní kapitál, kapitálové fondy, zákonný rezervní fond, výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření běžného účetního období, viz. Tab. 3.32.

Tab. 3.32. Plán vlastního kapitálu (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>6 508 263</b>	<b>6 838 556</b>	<b>7 180 584</b>	<b>7 538 516</b>	<b>7 912 386</b>
Základní kapitál	790 667	790 667	790 667	790 667	790 667
Kapitálové fondy	151 060	153 942	159 100	164 309	169 193
• Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
• Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	151 060	153 942	159 100	164 309	169 193
Zákonný rezervní fond	159 481	159 481	159 481	159 481	159 481
Výsledek hospodaření minulých let	4 807 366	5 122 970	5 435 447	5 765 170	6 113 822
• Nerozdělený zisk minulých let	4 807 366	5 122 970	5 435 447	5 765 170	6 113 822
Výsledek hospodaření běžného účetního období	599 689	611 495	635 889	658 889	679 223

Zdroj: Vlastní zpracování

## Plán rezerv

*Rezervy podle zvláštních právních předpisů* jsou odhadnuty na základě váženého průměru meziročních změn minulých let, stejným způsobem jsou stanoveny i *ostatní rezervy*. Podnik



Metrostav a.s. nevykazuje od roku 2011 žádnou rezervu na daň z příjmů, proto je předpokládáno, že hodnota této rezervy bude v plánovacím období nulová.

Tab. 3.33: Plán rezerv (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Rezervy</b>	<b>1 799 019</b>	<b>1 949 659</b>	<b>2 128 013</b>	<b>2 343 637</b>	<b>2 609 982</b>
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	124 072	176 227	250 304	355 521	504 966
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	1 674 946	1 773 432	1 877 708	1 988 116	2 105 016

Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán dlouhodobých závazků

*Dlouhodobé závazky* jsou z cca 91% tvořeny závazky z obchodních vztahů. Závazky z obchodních vztahů jsou naplánovány pomocí váženého průměrného podílu této položky k tržbám podniku. *Závazky ke společníkům a k účastníkům sdružení* jsou vyjádřeny váženým průměrem meziročních změn v minulosti. *Dlouhodobé přijaté zálohy* a jiné závazky jsou opět navázány k tržbám podniku. Konkrétní hodnoty dlouhodobých závazků jsou zapsány v Tab. 3.34.

Tab. 3.34: Plán dlouhodobých závazků (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>1 910 059</b>	<b>1 947 967</b>	<b>2 031 864</b>	<b>2 115 942</b>	<b>2 193 034</b>
Závazky z obchodních vztahů	1 743 064	1 774 993	1 848 471	1 921 236	1 986 491
Závazky ke společníkům a k účastníkům sdružení	12 969	16 127	20 053	24 935	31 006
Dlouhodobé přijaté zálohy	153 016	155 819	162 269	168 657	174 385
Jiné závazky	1 010	1 028	1 071	1 113	1 151

Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán krátkodobých závazků

Také u krátkodobých závazků jsou nejpodstatnější položkou *závazky z obchodních vztahů*, jejich podíl je v průměru 77%. Závazky z obchodních vztahů jsou spočteny jako vážený průměr podílů na tržbách podniku. *Závazky ke společníkům a účastníkům sdružení* jsou stanoveny pomocí váženého průměru minulých meziročních změn. *Závazky k zaměstnancům* jsou tvořeny mzdami, a proto je tato položka spočtena jako vážený průměrný podíl závazků k zaměstnancům k mzdovým nákladům zjištěných z výkazu zisku a ztráty. *Závazky se sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění* jsou analogicky určeny váženým průměrem podílů této položky k nákladům na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění zjištěných taktéž z výkazu zisku a ztráty. Položka *Stát – daňové závazky a dotace* jsou stanoveny na úrovni



váženého průměrného podílu k dani z příjmů za běžnou činností vypočtenou ve výkazu zisku a ztráty. *Krátkodobé přijaté zálohy* a jiné závazky jsou určeny váženým průměrným podílem na tržbách podniku. *Dohadné účty pasivní* jsou stanoveny stejným způsobem jako dohadné účty aktivní, tedy váženým průměrem hodnoty v roce 2011 a 2012, jejich výše se dále předpokládá jako konstantní.

Tab. 3.35: Plán krátkodobých závazků (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>7 648 021</b>	<b>7 763 391</b>	<b>8 028 874</b>	<b>8 291 756</b>	<b>8 527 495</b>
Závazky z OV	5 824 772	5 931 469	6 177 010	6 420 169	6 638 231
Závazky ke společníkům a účastníkům sdružení	196 975	196 943	196 912	196 880	196 848
Závazky k zaměstnancům	112 733	114 798	119 550	124 257	128 477
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	54 797	55 800	58 110	60 398	62 449
Stát - daňové závazky a dotace	12 952	13 207	13 734	14 230	14 670
Krátkodobé přijaté zálohy	287 919	293 193	305 330	317 350	328 128
Dohadné účty pasivní	1 152 004	1 152 004	1 152 004	1 152 004	1 152 004
Jiné závazky	5 869	5 976	6 224	6 469	6 688

Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán časového rozlišení pasiv

*Výdaje a výnosy příštích období* jsou určeny jako vážený průměrný podíl jednotlivých položek k tržbám podniku. Časové rozlišení je součtem těchto dvou položek, jejich výše jsou zahrnuty do Tab. 3.36.

Tab. 3.36: Plán časového rozlišení pasiv (tis. Kč)

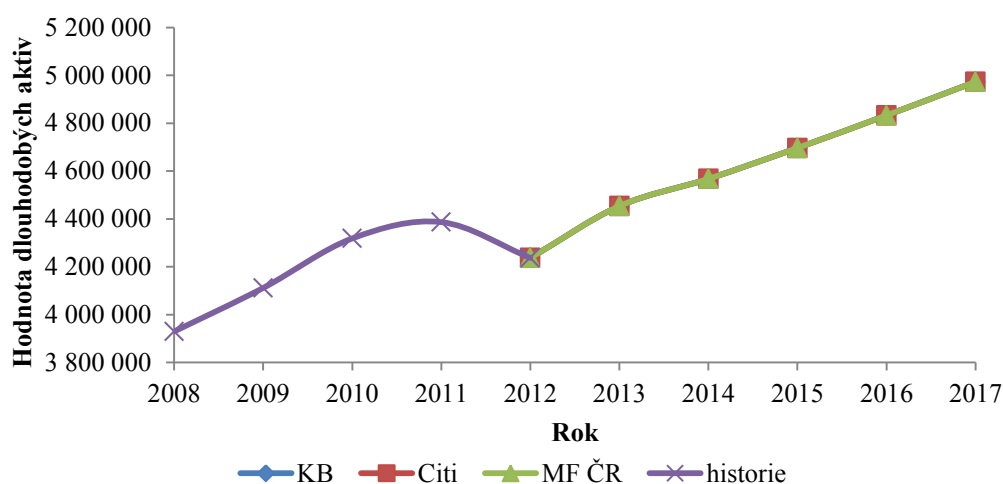
Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Časové rozlišení</b>	<b>622 709</b>	<b>634 116</b>	<b>660 366</b>	<b>686 361</b>	<b>709 673</b>
Výdaje příštích období	209 618	213 458	222 294	231 045	238 893
Výnosy příštích období	413 091	420 658	438 071	455 316	470 781

Zdroj: Vlastní zpracování

### 3.4.4 Kvalitativní zhodnocení finančního plánu

Zde jsou uvedeny grafy vývoje složek aktiv, pasiv a čistého zisku od roku 2008 až do plánového roku 2017 v jednotlivých scénářích. Hodnoty vychází z Příloh č. 1 až 8.

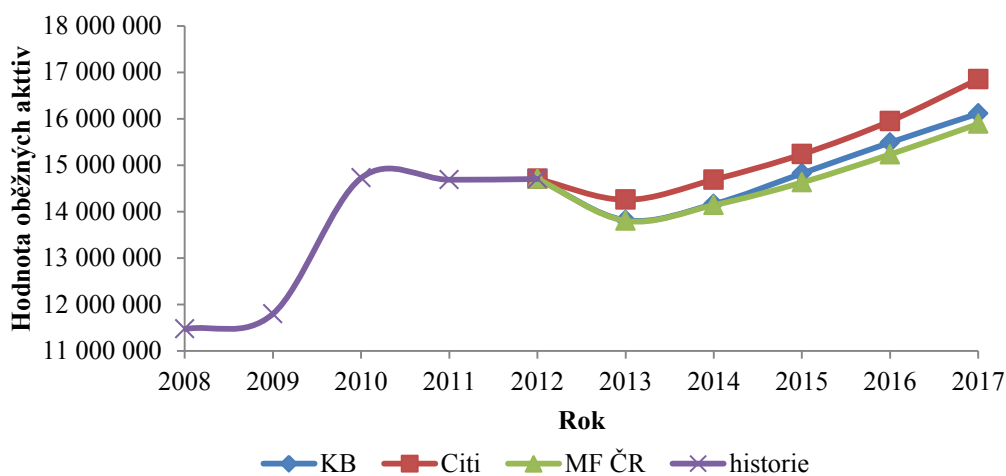
Graf 3.8: Vývoj dlouhodobého majetku dle scénářů (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Dle Graf 3.8 je patrné, že hodnota dlouhodobého majetku v roce 2012 mírně poklesla, což bylo dáno snížením hodnoty dlouhodobého hmotného majetku, resp. poskytnutých záloh na DHM. Vývoj dlouhodobého majetku pro léta 2013 až 2017 je pro všechny scénáře stejný.

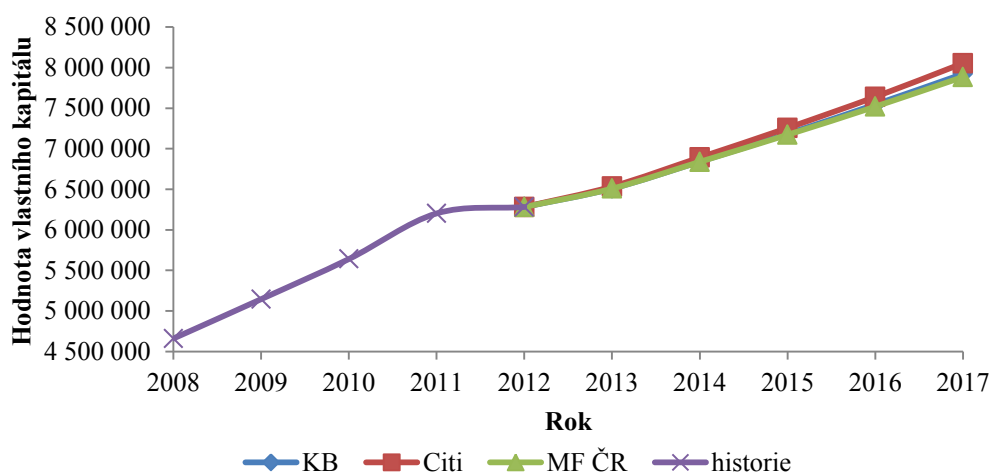
Graf 3.9: Vývoj oběžných aktiv dle scénářů (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

V Graf 3.9 je zobrazen vývoj oběžných aktiv podniku. Mezi lety 2009 a 2010 byl zaznamenán výrazný nárůst této položky díky meziročnímu nárůstu dlouhodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku. Od roku 2012 se hodnoty oběžného majetku liší dle jednotlivých scénářů.

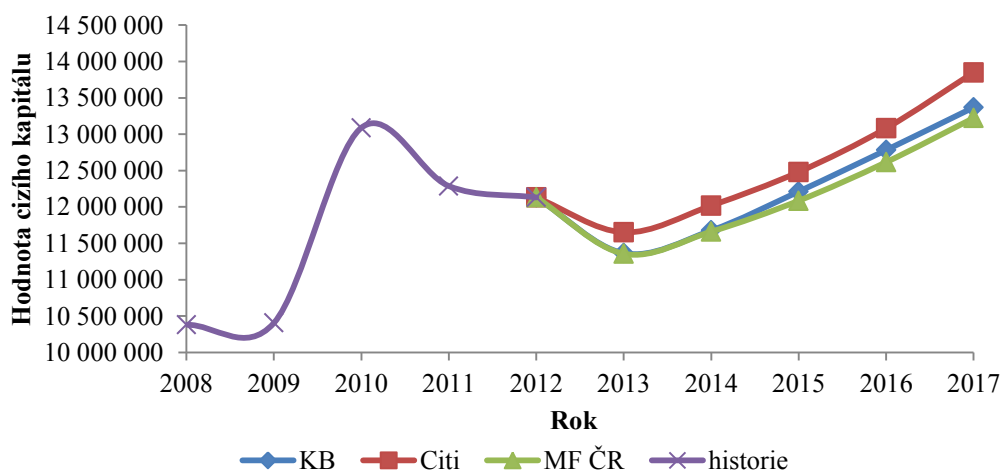
Graf 3.10: Vývoj vlastního kapitálu dle scénářů (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Vývoj hodnot vlastního kapitálu společnosti je součástí Graf 3.10. Nárůst hodnoty vlastního kapitálu je dán stále se zvyšujícím nerozděleným ziskem minulých let. Od roku 2012 je hodnota vlastního kapitálu dle jednotlivých scénářů různá, avšak tyto rozdíly nejsou výrazné, jak tomu je u cizího kapitálu.

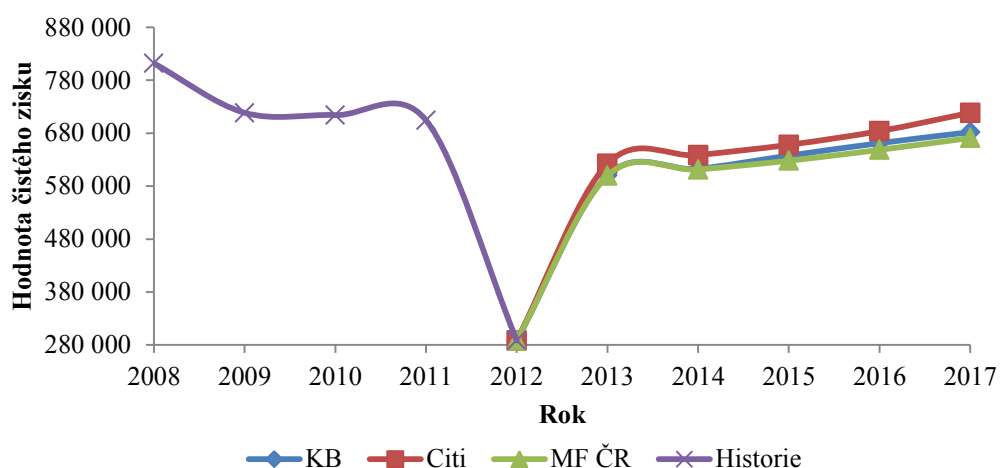
Graf 3.11: Vývoj cizího kapitálu dle scénářů (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Dle Graf 3.11 je patrný výrazný nárůst cizího kapitálu mezi léty 2009 a 2012, který byl zapříčiněn nárůstem rezerv a také nárůstem krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů. Od roku 2012 je hodnota cizích zdrojů výrazně odlišná a odvíjí se od jednotlivých scénářů.

Graf 3.12: Vývoj čistého zisku dle scénářů (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Z Graf 3.12 lze vysledovat výrazný propad zisku v roce 2012. Tento pokles byl způsoben záporným finančním výsledkem hospodaření. Od roku 2012 bylo naplánováno oživení, jsou sníženy ztráty z finanční činnosti a až v roce 2016 se hodnota čistého zisku přibližuje hodnotě vykazované v roce 2011.

## 4 Aplikace vybraných metod a zhodnocení výsledků

Cílem čtvrté kapitoly je stanovit hodnotu vlastního kapitálu k 1.1.2013 metodou diskontovaných peněžních toků a metodou kapitalizovaných zisků. V této kapitole je navázáno na finanční plán pro léta 2013 až 2017 ze třetí kapitoly a jsou využity teoretické poznatky z kapitoly druhé.

### 4.1 Určení nákladů kapitálu

Jelikož je oceňován vlastní kapitál firmy, hledanými náklady kapitálu jsou náklady na vlastní kapitál ( $R_E$ ).  $R_E$  jsou vypočteny pomocí tržního přístupu metody CAPM dle vztahu (2.43). Bezriziková sazba pro první fázi je stanovena jako průměrný výnos tříletého českého státního dluhopisu k 31.1.2013 a bezriziková sazba pro druhou fázi představuje průměrný výnos desetiletého českého státního dluhopisu k 31.1.2013. Neznámé v podobě koeficientu  $\beta$  a rizikové prémie byly vyhledány za sektor stavebnictví. Vstupní hodnoty pro výpočet a konečná hodnota  $R_E$  jsou součástí Tab. 4.1. Jelikož budou počítány dvoufázové metody, jsou hodnoty  $R_E$  určeny samostatně pro 1. fázi, která trvá od roku 2013 do 2016 a bezprostředně poté je na ni navázáno 2. fází, která trvá od roku 2017 do nekonečna.

Tab. 4.1: Určení nákladů vlastního kapitálu

Parametr	1. fáze	2. fáze
Výnos 3. letého státního dluhopisu	0,16%	-
Výnos 10. letého státního dluhopisu	-	1,41%
Riziková prémie	6,50%	
Koeficient $\beta$	1,07	
$R_E$	7,12%	8,37%

Zdroj: Vlastní zpracování

### 4.2 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF – Equity

V této podkapitole bude zahrnuto ocenění vlastního kapitálu za využití dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků. První fáze trvá od roku 2013 do roku 2016. Po skončení první fáze je bezprostředně navázáno fází druhou, u které je předpokladem trvání do nekonečna.

#### 4.2.1 Výpočet volných finančních toků

Pro metodu *DCF* je stěžejní krokem sestavení plánu *FCFE* dle vzorce (2.37). Položky plánu peněžních toků jsou převzaty z již sestaveného dlouhodobého finančního plánu, který je součástí třetí kapitoly. Výpočet *FCFE* je uveden pro scénář KB v Tab. 4.2, pro ostatní scénáře

je výpočet obsažen v Příloze č. 9. Pro srovnání je uveden Graf 4.1, kde jsou zobrazeny hodnoty *FCFE* za všechny scénáře.

Tab. 4.2: Výpočet volných finančních toků (tis. Kč), scénář KB

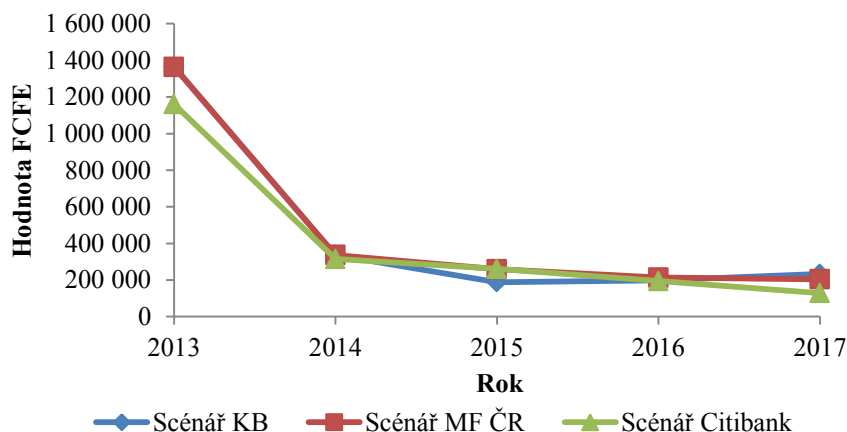
Parametr	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
+ EAT	599 689	611 495	635 889	658 889	679 223
+ odpisy	59 708	60 183	63 334	67 886	72 453
- změna ČPK	-921 081	220 817	382 114	391 903	378 265
- investice	216 537	114 092	129 026	136 173	140 244
- saldo dluhu	0	0	0	0	0
<b>= FCFE</b>	<b>1 363 941</b>	<b>336 769</b>	<b>188 083</b>	<b>198 700</b>	<b>233 166</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Z Tab. 4.2 je na první pohled patrné vychýlení hodnoty *FCFE* v roce 2013 od ostatních plánových let. Tento velký nárůst peněžních toků je způsoben zápornou meziroční změnou ČPK. V roce 2013 je naplánováno snížení oběžných aktiv téměř o 6% oproti roku předešlému, tudíž i hodnota ČPK v roce 2013 oproti roku 2012 poklesla, a to o necelou 1 mld. Kč.

V následujícím Graf 4.1 jsou uvedeny výše volných peněžních toků dle jednotlivých scénářů. Opět lze vidět výrazný propad mezi lety 2013 a 2014, který je dán položkou změna ČPK, resp. výrazným snížením oběžných aktiv. Od roku 2014 je vývoj stabilní.

Graf 4.1: Vývoj FCFE dle scénářů (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

#### 4.2.2 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF - Equity

V této části je stanovena hodnota vlastního kapitálu společnosti Metrostav a.s. k 1.1.2013. Za pomoci finančních toků a nákladů kapitálu je nejprve stanovena hodnota vlastního kapitálu pro 1. fázi dle vztahu (2.31), dále je vypočtena pokračující hodnota, což je hodnota vlastního kapitálu za druhou fázi k počátku druhé fáze, za využití vzorce (2.33), na základě pokračující

hodnoty a nákladů kapitálu je dle vzorce (2.32) zjištěna hodnota vlastního kapitálu pro 2. fázi. Sečtením hodnot těchto dvou fází je získána celková hodnota vlastního kapitálu. Pro scénář KB jsou zobrazeny hodnoty v Tab. 4.3. Scénáře Ministerstva financí ČR a Citibank jsou zahrnuty do Přílohy č. 9. V Graf 4.2 jsou uvedeny hodnoty vlastního kapitálu spočtené pro jednotlivé scénáře.

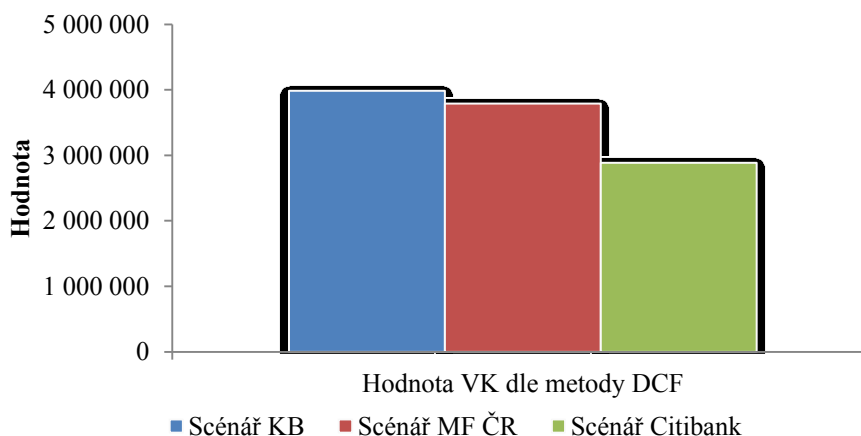
Tab. 4.3: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu dle metody DCF, scénář KB

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
FCFE (tis. Kč)	1 363 941	336 769	188 083	198 700	233 166
$R_E$ (%)	7,12	7,12	7,12	7,12	8,37
Hodnota za 1. fázi (tis. Kč)	1 870 834				
Pokračující hodnota (tis. Kč)	2 787 405				
Hodnota za 2. fázi (tis. Kč)	2 117 380				
<b>Celková hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)</b>	<b>3 988 214</b>				

Zdroj: Vlastní zpracování

Do Graf 4.2 jsou zahrnuty výsledné hodnoty vlastního kapitálu určené dle metody DCF. Nejvyšší hodnoty je dosahováno dle scénáře KB a naopak nejnižší hodnota byla spočítána pro scénář Citibank, což je dáno výrazně nižšími FCFE.

Graf 4.2: Hodnota VK zjištěná metodou DCF pro jednotlivé scénáře (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

### 4.3 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu metodou kapitalizovaných zisků

Hodnota vlastního kapitálu je dle metody kapitalizovaných zisků stanovena nejprve paušální metodou, u které jsou východiskem historická data, a poté metodou analytickou, u které je zohledněno budoucího vývoje firmy.

### 4.3.1 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu paušální metodou

Pro výpočet paušální metodou je nejprve nutná úprava minulých výsledků hospodaření. Jsou vyloučeny odpisy dlouhodobého majetku, výnosy a náklady spojené s neprovozním majetkem a hlavně jsou vyloučeny jednorázové vlivy a položky projevující se výkyvy, viz. Tab. 4.4. Po stanovení upraveného výsledku hospodaření před odpisy je zjištěna míra inflace a vyjádřen řetězový a bazický index. Na základě bazického indexu je vypočten upravený výsledek hospodaření o inflaci. Dále je dle vztahu (2.21) je získán trvale odnímatelný čistý výnos, který je součástí Tab. 4.5.

Tab. 4.4: Korekce výsledku hospodaření, paušální metoda

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
<b>VH před zdaněním (tis. Kč)</b>	1 024 295	948 976	907 173	857 027	460 478
+ Odpisy DNM a DHM (tis. Kč)	194 814	189 042	133 105	277 092	438 868
- Tržby za prodej zboží (tis. Kč)	0	16	1 843	0	65
+ Náklady vynaložené na prodané zboží (tis. Kč)	0	12	1 831	0	62
- Tržby z prodeje dlouhodobého majetku (tis. Kč)	24 147	15 899	3 835	45 125	9 195
+ Zůstatková cena prodaného majetku (tis. Kč)	5 588	3 948	1 633	39 322	4
- Tržby z prodeje CP a podílů (tis. Kč)	833	536 865	1 500	0	1 447
+ Prodané CP a podíly (tis. Kč)	5 520	428 779	376	0	1 075
- Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a účetních jednotkách pod podstatným vlivem (tis. Kč)	116 622	34 058	64 293	84 440	90 440
- Výnosy z přecenění CP a derivátů (tis. Kč)	8 363	0	0	0	0
+ Náklady z přecenění CP a derivátů (tis. Kč)	0	0	0	7 598	760
+ Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v finanční oblasti (tis. Kč)	-5 000	100 000	107 960	46 141	533 208
- Výnosové úroky (tis. Kč)	75 008	45 768	42 453	43 464	43 717
<b>= Upravený VH před odpisy (tis. Kč)</b>	<b>1 000 244</b>	<b>1 038 151</b>	<b>1 038 154</b>	<b>1 054 151</b>	<b>1 289 591</b>
míra inflace (%)	6,30	1,00	1,50	1,90	3,30
cenový index řetězový	1,0630	1,0100	1,0150	1,0190	1,0330
cenový index bazický vztažený k roku 2012	0,9267	0,9360	0,9500	0,9681	1,0000
<b>Upravený VH o inflaci (tis. Kč)</b>	<b>1 079 364</b>	<b>1 109 178</b>	<b>1 092 789</b>	<b>1 088 938</b>	<b>1 289 591</b>
váhy	1	2	3	4	5
<b>Upravený VH o inflaci · váhy (tis. Kč)</b>	<b>1 079 364</b>	<b>2 218 355</b>	<b>3 278 367</b>	<b>4 355 752</b>	<b>6 447 955</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Po vyjádření upraveného výsledku hospodaření je vypočten dle vzorce (2.21) trvale odnímatelný čistý výnos, od kterého se následně odečtou odpisy a daň. Pomocí vztahu (2.22) konečně získána hodnota vlastního kapitálu podniku Metrostav a.s., viz Tab. 4.5.



Tab. 4.5: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu dle paušální metody

Položka	Hodnota
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy (tis. Kč)	1 158 653
Odpisy (tis. Kč)	438 868
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos před daní (tis. Kč)</b>	<b>719 785</b>
Daň (19%)	136 759
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos po dani (tis. Kč)</b>	<b>583 026</b>
Náklady na vlastní kapitál (%)	7,12
Odhad inflace dle ČNB (%)	2,8
Kalkulovaná úroková míra (%)	4,32
<b>Hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)</b>	<b>13 511 604</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

### 4.3.2 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu analytickou metodou

Analytická metoda je stanovena dvoufázovým způsobem, kdy první fáze trvá od roku 2013 do 2016, a ihned na první fázi navazuje fáze druhá, u které je nekonečné trvání. Základem pro analytickou metodu jsou data z finančního plánu. Nejprve se opět provedou úpravy o stejné položky jako u paušální metody s tím rozdílem, že zde se jedná o plánované hodnoty let 2013 až 2017. Od takto upraveného výsledku hospodaření se nakonec odečte daň a je získán upravený výsledek hospodaření po zdanění. Konkrétní hodnoty jsou obsahem Tab. 4.6. a jsou uvedeny hodnoty pouze pro scénář KB. Ostatní scénáře jsou součástí Přílohy č. 10.

Tab. 4.6: Korekce výsledku hospodaření (tis. Kč), analytická metoda, scénář KB

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
VH před zdaněním	703 296	717 142	745 750	772 724	796 570
+ Odpisy DNM a DHM	59 708	60 183	63 334	67 886	72 453
- Tržby za prodej zboží	322	296	273	251	231
+ Náklady vynaložené na prodané zboží	317	292	268	247	227
- Tržby z prodeje D	22 138	22 543	23 477	24 401	25 229
+ Zůstatková cena prodaného majetku	8 107	8 256	8 598	8 936	9 240
- Tržby z prodeje CP a podílů	1 736	2 084	2 500	3 000	3 601
+ Prodané CP a podíly	1 290	1 548	1 858	2 229	2 675
- Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a účetních jednotkách pod podstatným vlivem	91 506	93 919	96 400	99 005	101 626
- Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
+ Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
+ Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v finanční oblasti	450 032	458 276	477 246	496 033	512 881
- Výnosové úroky	79 327	80 780	84 124	87 436	90 405
<b>= Upravený VH před zdaněním</b>	<b>1 027 721</b>	<b>1 046 074</b>	<b>1 090 280</b>	<b>1 133 963</b>	<b>1 172 954</b>
daň (19%)	195 267	198 754	207 153	215 453	222 861
<b>Upravený VH po zdanění</b>	<b>832 454</b>	<b>847 320</b>	<b>883 127</b>	<b>918 510</b>	<b>950 092</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

V následující Tab. 4.7 je uvedeny hodnoty výpočtu vlastního kapitálu dle analytické metody. Nejprve je převzat z Tab. 4.6 upravený výsledek hospodaření po zdanění a dále náklady kapitálu z podkapitoly 4.1. Na základě těchto hodnot je vypočtena hodnota pro 1. a 2. fázi a celková hodnota vlastního kapitálu dle vztahu (2.23). Opět jsou zde uvedeny hodnoty scénáře KB, scénář MF ČR a Citibank je obsahem Přílohy č. 10.

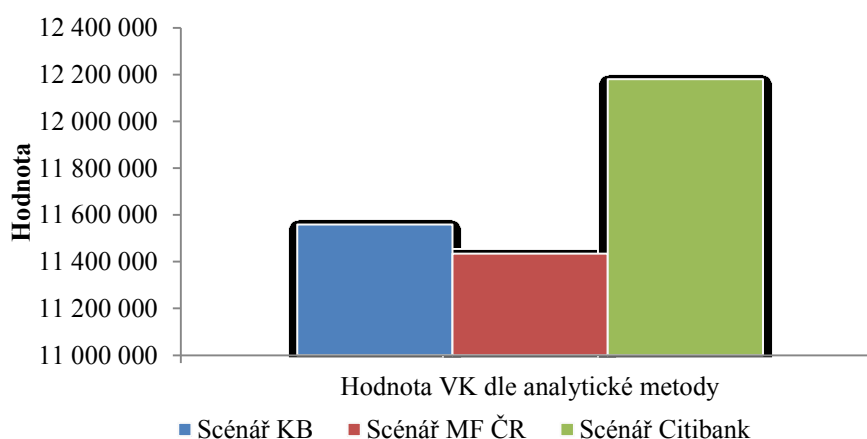
Tab. 4.7: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu dle analytické metody, scénář KB

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
Upravený VH po zdanění (tis. Kč)	832 454	847 320	883 127	918 510	950 092
Náklady na vlastní kapitál (%)	7,12	7,12	7,12	7,12	8,37
Hodnota za 1. fázi (tis. Kč)	2 931 951				
Pokračující hodnota (tis. Kč)	11 357 948				
Hodnota za 2. fázi (tis. Kč)	8 627 773				
<b>Celková hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)</b>	<b>11 559 724</b>				

Zdroj: Vlastní zpracování

Do Graf 4.3 jsou uvedeny hodnoty vlastního kapitálu pro všechny scénáře. Je patrné, že nejvyšší hodnoty je dosaženo u scénáře Citibank. Tato skutečnost je dána tím, že Citibank prognózuje nejvyšší hodnoty HDP do budoucna, tudíž jsou dle tohoto scénáře nejvyšší tržby, které mají příznivý dopad na výsledek hospodaření. A právě na výsledku hospodaření je postavena analytická metoda.

Graf 4.3: : Hodnota VK zjištěná metodou analytickou pro jednotlivé scénáře (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

#### 4.4 Zhodnocení výsledků

Hodnota vlastního kapitálu podniku Metrostav a.s. byla zjištěna třemi metodami, přičemž u každé metody je využit jiný přístup, tudíž i výsledné hodnoty vlastního kapitálu jsou rozličné. V Tab. 4.8 jsou výsledky jednotlivých metod shrnuty a pro srovnání je doplněna účetní hodnota vlastního kapitálu zjištěná z rozvahy podniku.

Tab. 4.8: Vypočtená a účetní hodnota vlastního kapitálu k 1.1.2013 (tis. Kč)

Metoda	Scénář			Účetní hodnota VK
	KB	MF ČR	Citibank	
Metoda DCF-Equity	3 988 214	3 790 257	2 887 473	6 282 068
Analytická metoda	11 559 724	11 434 163	12 180 246	
Paušální metoda	13 511 604			

Zdroj: Vlastní zpracování

Z Tab. 4.8 je patrné, že hodnota vlastního kapitálu určena metodou DCF - Equity je nižší než hodnota zjištěná z rozvahy, tudíž dle této metody lze říci, že účetní hodnota vlastního kapitálu je nadhodnocena.

Hodnota vlastního kapitálu dle paušální metody je vyšší než dle metody analytické. Paušální metoda vychází pouze z historických dat, tudíž je značně nepřesná. Naproti tomu analytická metoda zahrnuje i budoucí vlivy, proto její hodnota je přesnějším obrazem skutečné hodnoty vlastního kapitálu.

Hodnoty metody DCF - Equity a analytické jsou rozděleny pro jednotlivé scénáře, jelikož tyto metody vycházejí z finančního plánu podniku. Metoda paušální je založena pouze na historických datech, a proto není členěna pro jednotlivé scénáře. Paušální i analytickou metodou kapitalizovaných zisků je dosažena vyšší hodnota než je hodnota zjištěná z rozvahy, z toho plyne, že je účetní hodnota vlastního kapitálu podhodnocena.

## 4.5 Citlivostní analýza

Pro metody diskontovaných peněžních toků a kapitalizovaných zisků (analytická verze) jsou pro stanovení hodnoty východiskem data z dlouhodobého finančního plánu. Jelikož se jedná o plán, může v budoucnu nastat situace, že nebude naplněn, a proto je prováděna citlivostní analýza, při které je zkoumáno, jak se změní stanovená hodnota vlastního kapitálu, pokud dojde ke změně vstupního parametru. Tímto vstupním parametrem je nejprve změna tempa růstu HDP a poté změna objemu stavebních zakázek. Citlivostní analýza bude analyzována u scénáře KB.

### 4.5.1 Analýza citlivosti hodnoty VK dle metody DCF - Equity

Nejprve bude provedena analýza citlivosti vlastního kapitálu na změnu v prognóze HDP, přičemž objem stavebních zakázek zůstane nezměněn, a poté se bude předpokládat změna objemu stavebních zakázek při neměnném tempu růstu HDP.

## Změna tempa růstu HDP

Tempo růstu HDP bude měněno o 5%, 10% a 15% v obou směrech a bude analyzováno, jak se změní hodnota vlastního kapitálu podniku při těchto změnách.

V Tab. 4.9 jsou uvedeny změny tempa růstu hrubého domácího produktu oproti výchozí hodnotě, která se nachází při alfě 0%.

Tab. 4.9: Změny tempa růstu HDP (%) – metoda DCF

Alfa	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
15%	-1,61	1,61	3,11	2,99	2,65
10%	-1,54	1,54	2,97	2,86	2,53
5%	-1,47	1,47	2,84	2,73	2,42
<b>0%</b>	<b>-1,40</b>	<b>1,40</b>	<b>2,70</b>	<b>2,60</b>	<b>2,30</b>
-5%	-1,33	1,33	2,57	2,47	2,19
-10%	-1,26	1,26	2,43	2,34	2,07
-15%	-1,19	1,19	2,30	2,21	1,96

Zdroj: Vlastní zpracování

V následující Tab. 4.10 jsou uvedeny hodnoty tržeb z vlastních výrobků a služeb zjištěných z regresního modelu v případě, že v tomto regresním modelu byly změněny tempa růstu hrubého domácího produktu. Následně byly vypočteny nové hodnoty vlastního kapitálu upravená o tyto změny. Pro viditelné porovnání je v posledním sloupci uvedena změna hodnoty vlastního kapitálu oproti alfě 0%, tedy výchozí hodnotě.

Tab. 4.10: Tržby podniku a hodnota VK při změně tempa růstu HDP (tis. Kč) – metoda DCF

Alfa	Tržby podniku v letech					Hodnota VK	Δ hodnoty VK
	2013	2014	2015	2016	2017		
15%	19 518 446	19 949 058	20 917 486	21 880 592	22 749 608	3 652 269	<b>-8,42%</b>
10%	19 543 095	19 949 834	20 870 760	21 785 343	22 608 959	3 764 826	<b>-5,60%</b>
5%	19 567 745	19 950 576	20 823 996	21 690 176	22 468 613	3 876 807	<b>-2,79%</b>
<b>0%</b>	<b>19 592 394</b>	<b>19 951 284</b>	<b>20 777 194</b>	<b>21 595 093</b>	<b>22 328 572</b>	<b>3 988 214</b>	<b>0,00%</b>
-5%	19 617 044	19 951 957	20 730 356	21 500 093	22 188 834	4 099 047	<b>2,78%</b>
-10%	19 641 693	19 952 595	20 683 480	21 405 176	22 049 401	4 209 306	<b>5,54%</b>
-15%	19 666 342	19 953 199	20 636 567	21 310 344	21 910 271	4 318 993	<b>8,29%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

## Změna v objemu stavebních zakázek

Objem stavebních zakázek bude změněn o 5%, 10% a 15% v obou směrech a je studováno, jak tato změna ovlivní hodnotu vlastního kapitálu.

Do Tab. 4.11 jsou zahrnuty již přepočtené objemy stavebních zakázek při daných změnách.

Tab. 4.11: Změny v objemu stavebních zakázek (tis. Kč) – metoda DCF

Alfa	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
15%	145 745 429	142 411 888	139 154 594	135 971 801	132 861 807
10%	145 893 758	142 701 909	139 579 891	136 526 176	133 539 270
5%	146 042 087	142 992 225	140 006 054	137 082 244	134 219 494
<b>0%</b>	<b>146 190 416</b>	<b>143 282 835</b>	<b>140 433 083</b>	<b>137 640 009</b>	<b>134 902 487</b>
-5%	146 338 746	143 573 741	140 860 980	138 199 475	135 588 258
-10%	146 487 075	143 864 941	141 289 745	138 760 644	136 276 815
-15%	146 635 404	144 156 437	141 719 379	139 323 521	136 968 166

Zdroj: Vlastní zpracování

V Tab. 4.12 jsou zobrazeny přepočtené tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb zjištěné z regresního modelu, ve kterém byl změněn objem stavebních zakázek, avšak tempo růstu HDP zůstalo neměnné. Dále je zde uvedena hodnota vlastního kapitálu a její relativní změna oproti výchozí hodnotě.

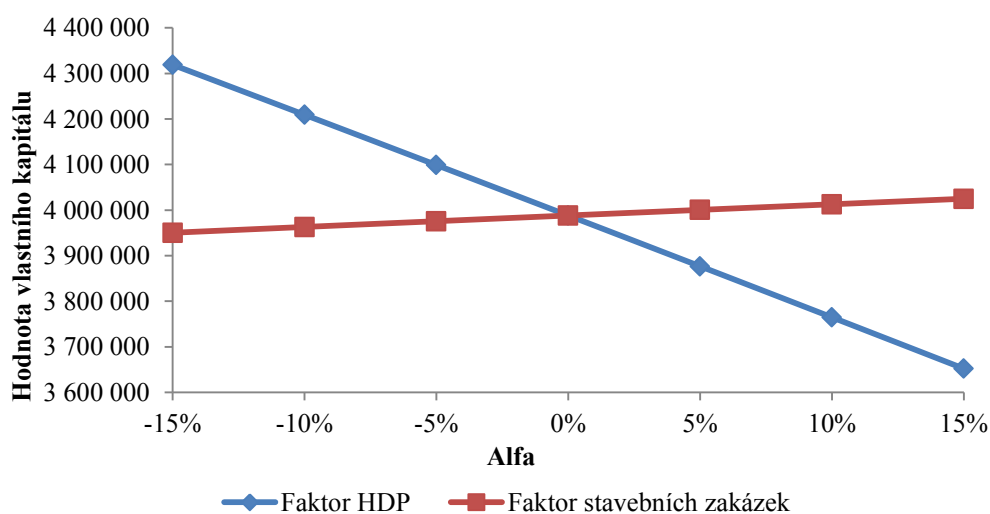
Tab. 4.12: Tržby podniku a hodnota VK při změně v objemu stavebních zakázek (tis. Kč) – metoda DCF

Alfa	Tržby podniku v letech					Hodnota VK	Δ hodnoty VK
	2013	2014	2015	2016	2017		
15%	19 572 927	19 913 183	20 721 264	21 522 114	22 239 298	4 024 990	<b>0,92%</b>
10%	19 579 416	19 925 870	20 739 870	21 546 366	22 268 935	4 012 849	<b>0,62%</b>
5%	19 585 905	19 938 570	20 758 513	21 570 692	22 298 693	4 000 590	<b>0,31%</b>
<b>0%</b>	<b>19 592 394</b>	<b>19 951 284</b>	<b>20 777 194</b>	<b>21 595 093</b>	<b>22 328 572</b>	<b>3 988 214</b>	<b>0,00%</b>
-5%	19 598 883	19 964 010	20 795 913	21 619 568	22 358 572	3 975 720	<b>-0,31%</b>
-10%	19 605 372	19 976 749	20 814 670	21 644 117	22 388 694	3 963 107	<b>-0,63%</b>
-15%	19 611 861	19 989 501	20 833 466	21 668 741	22 418 939	3 950 374	<b>-0,95%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledky hodnot vlastního kapitálu dle změn jednotlivých faktorů jsou součástí Graf 4.4.

Graf 4.4: Citlivost hodnoty vlastního kapitálu dle DCF na jednotlivé faktory



Zdroj: Vlastní zpracování

Z Graf 4.4 je patrné, že hodnota vlastního kapitálu je více citlivější na změny tempa růstu HDP, avšak tento vliv je negativní, jelikož s růstem koeficientu alfa, dochází ke snižování FCFE, tudíž i výsledné hodnoty firmy. U stavebních zakázek je tomu opačně, se zvyšujícím se objemem stavebních zakázek roste hodnota vlastního kapitálu firmy.

#### 4.5.2 Analýza citlivosti hodnoty VK stanovené dle metody analytické

V této části bude vypočtena citlivostní analýza pro hodnotu vlastního kapitálu vzhledem ke změně tempa růstu HDP a poté ke změně objemu stavebních zakázek.

##### Změna tempa růstu HDP

Tempo růstu HDP bude měněno o +/-5%, +/-10% a +/-15% a bude zjišťováno, jak se změní hodnota vlastního kapitálu podniku.

V Tab. 4.13 jsou uvedeny změny tempa růstu HDP vzhledem k původní hodnotě.

Tab. 4.13: Změny tempa růstu HDP (%) – analytická metoda

Alfa	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
15%	-1,61	1,61	3,11	2,99	2,65
10%	-1,54	1,54	2,97	2,86	2,53
5%	-1,47	1,47	2,84	2,73	2,42
<b>0%</b>	<b>-1,40</b>	<b>1,40</b>	<b>2,70</b>	<b>2,60</b>	<b>2,30</b>
-5%	-1,33	1,33	2,57	2,47	2,19
-10%	-1,26	1,26	2,43	2,34	2,07
-15%	-1,19	1,19	2,30	2,21	1,96

Zdroj: Vlastní zpracování

V následující Tab. 4.14 jsou uvedeny hodnoty tržeb z vlastních výrobků a služeb zjištěných z regresního modelu. Na základě tržeb byly vyjádřeny nová hodnoty vlastního kapitálu. Pro srovnání je v posledním sloupci uvedena změna hodnoty vlastního kapitálu oproti alfe 0%, tedy výchozí hodnotě.

Tab. 4.14: Tržby podniku a hodnota VK při změně tempa růstu HDP (tis. Kč) – analytická metoda

Alfa	Tržby podniku v letech					Hodnota VK	Δ hodnoty VK
	2013	2014	2015	2016	2017		
15%	19 518 446	19 949 058	20 917 486	21 880 592	22 749 608	11 743 136	<b>1,59%</b>
10%	19 543 095	19 949 834	20 870 760	21 785 343	22 608 959	11 681 874	<b>1,06%</b>
5%	19 567 745	19 950 576	20 823 996	21 690 176	22 468 613	11 620 737	<b>0,53%</b>
<b>0%</b>	<b>19 592 394</b>	<b>19 951 284</b>	<b>20 777 194</b>	<b>21 595 093</b>	<b>22 328 572</b>	<b>11 559 724</b>	<b>0,00%</b>
-5%	19 617 044	19 951 957	20 730 356	21 500 093	22 188 834	11 498 835	<b>-0,53%</b>
-10%	19 641 693	19 952 595	20 683 480	21 405 176	22 049 401	11 438 070	<b>-1,05%</b>
-15%	19 666 342	19 953 199	20 636 567	21 310 344	21 910 271	11 377 429	<b>-1,58%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

## Změna v objemu stavebních zakázek

Objem stavebních zakázek bude změněn od -15% až do 15% a bude zkoumáno, jak tato změna ovlivní hodnotu vlastního kapitálu. V Tab. 4.15 jsou zobrazeny již přepočtené objemy stavebních zakázek.

Tab. 4.15: Změny v objemu stavebních zakázek (tis. Kč) – analytická metoda

Alfa	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
15%	145 745 429	142 411 888	139 154 594	135 971 801	132 861 807
10%	145 893 758	142 701 909	139 579 891	136 526 176	133 539 270
5%	146 042 087	142 992 225	140 006 054	137 082 244	134 219 494
<b>0%</b>	<b>146 190 416</b>	<b>143 282 835</b>	<b>140 433 083</b>	<b>137 640 009</b>	<b>134 902 487</b>
-5%	146 338 746	143 573 741	140 860 980	138 199 475	135 588 258
-10%	146 487 075	143 864 941	141 289 745	138 760 644	136 276 815
-15%	146 635 404	144 156 437	141 719 379	139 323 521	136 968 166

Zdroj: Vlastní zpracování

V Tab. 4.16 jsou zapsány nové tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb zjištěné z regresního modelu, ve kterém byl změněn objem stavebních zakázek, a tempo růstu HDP zůstalo nepozměněno. Dále je zde uvedena hodnota vlastního kapitálu a její relativní změna oproti výchozí hodnotě.

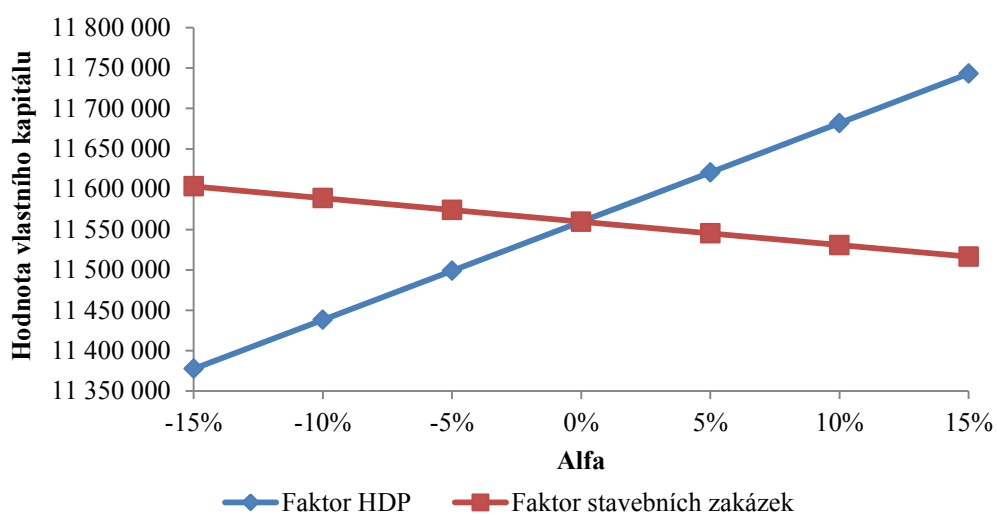
Tab. 4.16: Tržby podniku a hodnota VK při změně v objemu stavebních zakázek (tis. Kč) – analytická metoda

Alfa	Tržby podniku v letech					Hodnota VK	Δ hodnoty VK
	2013	2014	2015	2016	2017		
15%	19 572 927	19 913 183	20 721 264	21 522 114	22 239 298	11 516 470	<b>-0,37%</b>
10%	19 579 416	19 925 870	20 739 870	21 546 366	22 268 935	11 530 834	<b>-0,25%</b>
5%	19 585 905	19 938 570	20 758 513	21 570 692	22 298 693	11 545 252	<b>-0,13%</b>
<b>0%</b>	<b>19 592 394</b>	<b>19 951 284</b>	<b>20 777 194</b>	<b>21 595 093</b>	<b>22 328 572</b>	<b>11 559 724</b>	<b>0,00%</b>
-5%	19 598 883	19 964 010	20 795 913	21 619 568	22 358 572	11 574 250	<b>0,13%</b>
-10%	19 605 372	19 976 749	20 814 670	21 644 117	22 388 694	11 588 830	<b>0,25%</b>
-15%	19 611 861	19 989 501	20 833 466	21 668 741	22 418 939	11 603 464	<b>0,38%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro lepší přehlednost jsou poznatky z provedené analýzy citlivosti zahrnuty do Graf 4.5 a je patrné, že hodnota vlastního kapitálu je citlivější na změny faktoru HDP, přesněji řečeno tempa růstu HDP. Dále vyplývá, že změnami tempa růstu HDP je pozitivně ovlivňována hodnota vlastního kapitálu firmy, faktorem stavebních zakázek je působeno na hodnotu vlastního kapitálu opačným směrem.

Graf 4.5: Citlivost hodnoty vlastního kapitálu dle analytické metody na jednotlivé faktory



Zdroj: Vlastní zpracování

Dle změny hodnoty vlastního kapitálu ( $\Delta$  hodnoty VK) z Tab. 4.10, Tab. 4.12, Tab. 4.14 a Tab. 4.16 je patrné, že na změnu vstupních parametrů, tedy tempa růstu HDP a objemu stavebních zakázek, je mnohem více citlivější hodnota vlastního kapitálu zjištěná dle metody diskontovaných peněžních toků.



## 5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo určit hodnotu vlastního kapitálu společnosti Metrostav a.s. k 1. 1. 2013. Hodnota byla vypočtena za využití výnosových metod, přesněji pomocí metody DCF ve formě Equity a za využití paušální a analytické metody kapitalizovaných zisků. Důvodem pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu byly vlastnické změny ve společnosti.

Diplomová práce byla členěna do pěti kapitol, přičemž první kapitola byla věnována úvodu a pátá závěru.

Druhá kapitola byla tvořena teoretickým základem nutným pro oceňování podniku. Byly vymezeny obecné pojmy a naznačen postup při oceňování. Dále byla teoreticky popsána strategická analýza, která je důležitým krokem pro stanovení hodnoty, a byly nastíněny hlavní ukazatele finanční analýzy. Největší část druhé kapitoly byla zabrána popisem metod pro ocenění podniku. Na konec kapitoly byly popsány vztahy pro výpočet nákladů kapitálu a volných finančních toků.

Ve třetí kapitole byl charakterizován podnik Metrostav a.s. a Skupina Metrostav. Část kapitoly byla věnována strategické analýze, u které byl vymezen relevantní trh, byl stanoven tržní podíl, konkurence a bylo zjištěno, že nejvýznamnějšího postavení, dle tržního podílu, je dosahováno právě společností Metrostav a.s. Na základě strategické analýzy byla sestavena SWOT analýza, ve které byly shrnuty silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby podniku. Dalším krokem bylo zhodnocení poměrových ukazatelů finanční analýzy. Jednou z nejdůležitějších částí v třetí kapitole a základem pro výnosové metody bylo sestavení dlouhodobého finančního plánu na období 2013 až 2017. Východiskem finančního plánu byl plán tržeb. Tržby podniky byly naplánovány na základě sestavení dvoufaktorového regresního modelu. Nezávislými proměnnými tohoto modelu byly HDP a objem stavebních zakázek. Pro předpověď tržeb bylo nutno predikovat tyto nezávislé proměnné. Predikce HDP byla přebrána od tří institucí, jednalo se o Ministerstvo financí ČR, Komerční banku a Citibank. Tímto vznikly tři různé scénáře vývoje tržeb podniku a posléze i finančního plánu. Objem stavebních zakázek byl stanoven do budoucna na základě váženého průměru meziročních změn v minulosti. Na základě naplánování jednotlivých položek vznikly plány výkazů rozvahy a zisku a ztráty.

Na začátku čtvrté kapitoly byly vypočteny náklady vlastního kapitálu za pomoci tržního modelu CAPM. Hodnota vlastního kapitálu byla dle metody DCF – Equity vypočtena ve výši 3 988 214 tis. Kč pro scénář KB, ve výši 3 790 257 tis. Kč pro scénář MF ČR a pro scénář Citibank ve výši 2 887 473 tis. Kč. Tyto zjištěné hodnoty dle metody DCF – Equity byly

u všech scénářů nižší než je účetní hodnota vlastního kapitálu z rozvahy, která činí 6 282 068 tis. Kč. Poté byla aplikována metoda kapitalizovaných zisků a dle její paušální verze byla hodnota vlastního kapitálu vyčíslena ve výši 13 511 604 tis. Kč, což při srovnání s účetní hodnotou vlastního kapitálu, znamená, že je účetní hodnota podhodnocena. Analytická metoda, taktéž jako metoda DCF – Equity, vychází z finančních plánů, a proto byla stanovena opět pro tři scénáře. Dle scénáře KB byla hodnota vlastního kapitálu určena ve výši 11 559 724 tis. Kč, pro scénář MF ČR v hodnotě 11 434 163 tis. Kč a pro scénář Citibank ve výši 12 180 246 tis. Kč. I dle analytické metody je účetní hodnota vlastního kapitálu podhodnocena. Na závěr všech výpočtů byla provedena citlivostní analýza, kde byla na výslednou hodnotu vlastního kapitálu zkoumána nejprve změna tempa růstu HDP, a poté změna v objemu stavebních zakázek. Z provedené analýzy bylo zjištěno, že citlivěji na změny vstupních faktorů reaguje hodnota vlastního kapitálu stanovená dle metody DCF – Equity než stanovená metodou analytickou.

## Seznam použité literatury

### Odborné knihy

- [1] BUCHTA, Karel a Helena SEDLÁČKOVÁ. *Strategická analýza*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.
- [2] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. New York: Wiley, 2006. 696 p. ISBN 978-0471751212.
- [3] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-8692968-2.
- [4] HANČLOVÁ Jana. *Ekonometrické modelování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2012. 214 s. ISBN 978-80-7431-088-1.
- [5] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [6] MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2008. 232 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
- [7] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

### Internetové zdroje

- [1] BUSINESS CENTER. *Nový občanský zákoník* [online]. [cit. 10. 3. 2014]. Dostupný z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/>
- [2] CITIBANK. *Citi měsíční predikce – shrnutí* [online]. [cit. 10. 3. 2014]. Dostupný z: [http://www.citibank.com/czech/gcb/personal\\_banking/czech/footer/doc/monthly\\_pred\\_cz.pdf](http://www.citibank.com/czech/gcb/personal_banking/czech/footer/doc/monthly_pred_cz.pdf)
- [3] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výdaje na HDP, běžné ceny* [online]. ČNB [cit. 6. 3. 2014]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.VYSTUP?p\\_period=12&p\\_sort=1&p\\_des=50&p\\_sestuid=21367&p\\_uka=1&p\\_strid=CCABA&p\\_od=200012&p\\_do=201212&p\\_lang=CS&p\\_format=0&p\\_decsep=%2C](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=1&p_des=50&p_sestuid=21367&p_uka=1&p_strid=CCABA&p_od=200012&p_do=201212&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C)
- [4] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výdaje na HDP, stálé ceny* [online]. ČNB [cit. 6. 3. 2014]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.VYSTUP?p\\_period=12&p\\_sort=1&p\\_d](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=1&p_d)

- es=50&p\_sestuid=21375&p\_uka=1&p\_strid=CCABB&p\_od=200012&p\_do=201212  
&p\_lang=CS&p\_format=0&p\_decsep=%2C
- [5] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Stavební práce celkem (ročně)* [online]. ČSÚ [cit. 5. 3. 2014]. Dostupný z: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/sta\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/sta_cr)
  - [6] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Vývoj stavebních zakázek* [online]. ČSÚ [cit. 5. 3. 2014]. Dostupný z: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/bvz\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/bvz_cr)
  - [7] DAMODARAN ONLINE. *Total Betas by Sector* [online]. [cit. 9. 4. 2014]. Dostupný z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/totalbeta.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html)
  - [8] KOMERČNÍ BANKA. *Ekonomické výhledy* [online]. [cit. 10. 3. 2014]. Dostupný z: <http://trading.kb.cz/ibweb/analysisList.do?ID=67>
  - [9] KURZY.CZ. *Výnosy státních dluhopisů (Kapitálový trh) - ekonomika ČNB* [online]. [cit. 9. 4. 2014]. Dostupný z: <http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynosy-statnich-dluhopisu/>
  - [10] MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Makroekonomická predikce – leden 2014* [online]. [cit. 10. 3. 2014]. Dostupný z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2014/makroekonomicka-predikce-leden-2014-16757>
  - [11] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýzy podnikové sféry průmyslu a stavebnictví* [online]. MPO [cit. 5. 3. 2014]. Dostupný z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>
  - [12] VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. *Sbírka listin: Metrostav a.s.* [online]. [cit. 10.11.2013]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a20113&klic=tl69rh>
  - [13] VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. *Sbírka listin: Skanska a.s.* [online]. [cit. 10.04.2014]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a478256&klic=frljxm>
  - [14] VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. *Sbírka listin: Eurovia CS a.s.* [online]. [cit. 10.04.2014]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a217174&klic=mz00pt>
  - [15] VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. *Sbírka listin: Strabag a.s.* [online]. [cit. 10.04.2014]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a117969&klic=fktxfo>

## Seznam zkratek

A	aktiva celkem
aj.	a jinak
APM	arbitrážní model oceňování
a.s.	akciová společnost
apod.	a podobně
$\beta_0$	úrovňová konstanta
$\beta_1, \beta_2$	regresní koeficient
BU	bankovní úvěry
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CP	cenné papíry
CZ	cizí zdroje
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
č.	číslo
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	diskontované peněžní toky
DDM	dividendový diskontní model
DFM	dlouhodobý finanční majetek
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DIV	dividenda
DM	dlouhodobý majetek
DNHM	dlouhodobý nehmotný a hmotný majetek
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před zdaněním a nákladovými úroky
FCF	volný peněžní tok
FCFD	volný peněžní tok pro věřitele
FCFE	volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
g	tempo růstu

HDP	hrubý domácí produkt
i	úroková míra
INV	investice
KB	Komerční banka
Kč	koruna česká
KFM	krátkodobý finanční majetek
KZ	krátkodobé závazky
MF ČR	Ministerstvo financí ČR
mil.	milión
mld.	miliarda
MPO	ministerstvo průmyslu a obchodu
OA	oběžná aktiva
ODP	odpisy
OV	obchodní vztahy
P	pasiva celkem
PH	pokračující hodnota
R <sub>D</sub>	náklady na úročený cizí kapitál
R <sub>E</sub>	náklady na vlastní kapitál
R <sub>F</sub>	bezriziková úroková míra
S	saldo úvěrů
t	časové období
T	počet let zahrnutých do výpočtu
tis.	tisíc
TS	daňový štít
tzv.	takzvaný
Ú	úroky
V	hodnota firmy
VH	výsledek hospodaření
VH BÚO	výsledek hospodaření běžného účetního období
VK	vlastní kapitál
WACC	náklady na celkový kapitál
ZC	zůstatková cena
ZK	základní kapitál

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 25. dubna 2014

  
.....

Bc. Lenka Danielová

## **Seznam příloh**

Příloha č. 1: Rozvaha

Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty

Příloha č. 3: Plán rozvahy dle scénáře KB

Příloha č. 4: Plán výkazu zisku a ztráty dle scénáře KB

Příloha č. 5: Plán rozvahy dle scénáře MF ČR

Příloha č. 6: Plán výkazu zisku a ztráty dle scénáře MF ČR

Příloha č. 7: Plán rozvahy dle scénáře Citibank

Příloha č. 8: Plán výkazu zisku a ztráty dle scénáře Citibank

Příloha č. 9: Výpočet hodnoty VK metodu DCF – Equity – scénáře

Příloha č. 10: Výpočet hodnoty VK metodou analytickou - scénáře



**Příloha č. 1: Rozvaha (tis. Kč)****(1/1)**

Aktiva	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
A celkem	15 535 776	16 112 520	19 243 078	19 250 827	19 198 328
DM	3 929 694	4 111 652	4 318 598	4 386 859	4 237 125
DNM	11 310	15 754	15 957	11 690	10 681
Software	6 445	8 801	14 514	10 024	9 861
Jiný DNM	235	141	47	700	558
Nedokončený DNM	4 630	6 812	1 396	966	262
DHM	1 331 575	1 214 145	614 290	685 410	297 724
Pozemky	131 991	115 584	10 665	299	299
Stavby	780 225	778 079	38 545	8 698	8 342
SMV a SMV	301 263	216 535	200 364	564 471	225 606
Jiný DHM	97 251	83 817	101 897	92 758	56 249
Nedokončený DHM	17 629	20 130	52 547	15 184	7 228
Poskytnuté zálohy na DHM	3 216	0	210 272	4 000	0
DFM	2 586 809	2 881 753	3 688 351	3 689 759	3 928 720
Podíly - ovládaná osoba	1 350 575	1 722 211	2 590 686	2 558 897	3 086 843
Podíly v účetních jedn. pod podst. vlivem	1 194 935	1 154 154	1 094 068	1 125 780	838 926
Ostatní dlouhodobé CP a podíly	5 500	2 950	2 950	2 950	2 950
Pořizovaný DFM	2 799	2 438	647	2 132	1
Poskytnuté zálohy na DFM	33 000	0	0	0	0
OA	11 467 443	11 797 000	14 721 792	14 684 990	14 701 309
Zásoby	348 521	287 600	115 790	194 630	324 222
Materiál	127 206	65 090	56 949	40 432	36 006
Nedokončená výrob a polotovary	189 973	222 153	45 309	142 906	275 656
Zboží	25 181	0	13 511	11 255	11 255
Poskytnuté zálohy na zásoby	6 161	357	21	37	1 305
Dlouhodobé pohledávky	1 325 483	979 113	1 407 391	1 321 569	1 533 446
Pohledávky z OV	1 135 055	694 580	957 366	738 096	1 055 826
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	100 240	125 000	16 535
Pohledávky za spol. a účastníky sdružení	8 543	5 005	21 750	21 472	17 237
Dlouhodobě poskytnuté zálohy	10 920	66 851	176	208	182
Jiné pohledávky	542	542	542	0	0
Odložená daňová pohledávka	170 423	212 135	327 317	436 793	443 666
Krátkodobé pohledávky	5 713 473	5 473 765	5 436 371	7 244 348	7 813 500
Pohledávky z OV	5 093 441	4 435 209	4 016 873	5 874 770	6 262 643
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	38 000	276 053	505 936	604 081	837 612
Pohledávky - podstatný vliv	12 500	12 500	14 433	1 933	0
Pohledávky za spol. a účastníky sdružení	65 179	197 361	116 880	103 069	144 230
Stát - daňové pohledávky	159 973	102 644	268 599	459 138	181 613
Krátkodobě poskytnuté zálohy	149 023	116 176	136 939	60 452	292 766
Dohadné účty aktivní	165 141	240 654	342 643	115 170	76 897
Jiné pohledávky	30 216	93 168	34 068	25 735	17 739
Krátkodobý finanční majetek	4 079 966	5 056 522	7 762 240	5 924 443	5 030 141
Peníze	714	1 238	820	1 094	835
Účty v bankách	639 624	736 601	3 023 630	4 729 542	4 299 505
Krátkodobé CP a podíly	3 439 628	4 318 683	4 737 790	1 193 807	729 801
Časové rozlišení	138 639	203 868	202 688	178 978	259 894
Náklady příštích období	133 753	180 024	196 853	164 571	227 018
Komplexní náklady příštích období	424	282	141	0	0
Příjmy příštích období	4 462	23 562	5 694	14 407	32 876

**Příloha č. 1: Rozvaha (tis. Kč)****(1/2)**

<b>Pasiva</b>	<b>Rok</b>				
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
P celkem	15 535 776	16 112 520	19 243 078	19 250 827	19 198 328
VK	4 660 460	5 145 682	5 640 195	6 202 444	6 282 068
Základní kapitál	790 667	790 667	790 667	790 667	790 667
Základní kapitál	790 667	790 667	790 667	790 667	790 667
Kapitálové fondy	229 540	173 897	128 578	164 455	138 024
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	250
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	229 540	173 897	128 578	164 455	137 774
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	159 481	159 481	159 481	159 481	159 481
Zákonný rezervní fond	159 481	159 481	159 481	159 481	159 481
VH minulých let	2 668 901	3 303 034	3 847 259	4 383 387	4 905 318
Nerozdělený zisk minulých let	2 668 901	3 303 034	3 847 259	4 383 387	4 905 318
VH BÚO	811 871	718 603	714 210	704 454	288 578
CK	10 381 320	10 405 147	13 088 507	12 287 568	12 130 814
Rezervy	1 069 185	1 351 391	1 923 354	2 162 101	1 932 827
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	43 523	64 622	87 353	242 900	350 897
Rezerva na daň z příjmů	0	22 062	87 236	0	0
Ostatní rezervy	1 025 662	1 264 707	1 748 765	1 919 201	1 581 930
Dlouhodobé závazky	1 974 552	1 778 601	1 877 747	1 768 147	2 570 212
Závazky z OV	1 767 338	1 622 662	1 822 691	1 733 703	2 191 090
Závazky ke společníkům a k účastníkům sdružení	5 244	6 941	8 454	10 430	29 780
Dlouhodobé přijaté zálohy	200 000	147 166	46 049	23 461	347 936
Jiné závazky	1 970	1 832	553	553	1 406
Krátkodobé závazky	7 337 583	7 275 155	9 287 406	8 357 320	7 627 775
Závazky z OV	5 992 121	5 512 725	7 495 496	6 943 585	5 568 657
Závazky ke společníkům a účastníkům sdružení	180 025	254 873	228 627	175 862	197 007
Závazky k zaměstnancům	106 382	90 905	100 931	107 900	165 551
Závazky ze soc. zab. a zdrav. pojištění	50 721	48 837	57 045	56 837	69 467
Stát - daňové závazky a dotace	18 490	16 580	18 759	18 790	29 563
Krátkodobé přijaté zálohy	226 224	526 372	358 376	289 848	241 446
Dohadné účty pasivní	759 566	777 881	1 026 310	749 477	1 353 268
Jiné závazky	4 054	46 982	1 862	15 021	2 816
Časové rozlišení	493 996	561 691	514 376	760 815	785 446
Výdaje příštích období	165 411	100 017	199 468	216 018	313 221
Výnosy příštích období	328 585	461 674	314 908	544 797	472 225

**Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty (tis. Kč)**
**(2/1)**

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za prodej zboží	0	16	1 843	0	65
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	12	1 831	0	62
Obchodní marže	0	4	12	0	3
Výkony	22 667 232	22 240 937	21 135 621	21 674 888	20 826 075
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	22 777 798	22 169 089	21 238 855	21 491 000	20 656 063
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-146 382	26 166	-181 915	104 992	149 634
Aktivace	35 816	45 682	78 681	78 896	20 378
Výkonová spotřeba	19 244 091	18 623 088	17 186 615	17 753 354	17 142 435
Spotřeba materiálu a energie	16 715 026	16 242 868	14 731 983	15 217 541	14 791 375
Služby	2 529 065	2 380 220	2 454 632	2 535 813	2 351 060
Přidaná hodnota	3 423 141	3 617 853	3 949 018	3 921 534	3 683 643
Osobní náklady	2 362 363	2 093 194	2 141 156	2 271 797	2 310 297
Mzdové náklady	1 752 969	1 537 163	1 559 781	1 654 328	1 703 976
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	7 920	8 040	8 795	9 120	9 120
Náklady na soc. zab. a zdrav. pojištění	526 563	482 981	489 587	521 605	513 510
Sociální náklady	74 911	65 010	82 993	86 744	83 691
Daně a poplatky	15 886	20 947	14 304	16 321	21 809
Odpisy DNM a DHM	194 814	189 042	133 105	277 092	438 868
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	103 494	162 944	124 474	96 847	168 649
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	24 147	15 899	3 835	45 125	9 195
Tržby z prodeje materiálu	79 347	147 045	120 639	51 722	159 454
ZC prodaného DM a materiálu	75 208	150 034	107 126	88 344	144 873
Zůstatková cena prodaného majetku	5 588	3 948	1 633	39 322	4
Prodaný materiál	69 620	146 086	105 493	49 022	144 869
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v provozní oblasti	133 098	314 920	586 735	384 447	-43 230
Ostatní provozní výnosy	289 151	122 325	136 764	137 527	196 294
Ostatní provozní náklady	200 756	196 137	272 680	261 233	267 486
Provozní VH	833 661	938 848	955 150	856 674	908 483
Tržby z prodeje CP a podílů	833	536 865	1 500	0	1 447
Prodané CP a podíly	5 520	428 779	376	0	1 075
Výnosy z DFM	116 622	34 058	64 293	84 440	90 440
Výnosy z podílů v ovl. a řízených osobách a úč. jedn. pod podst. vlivem	116 622	34 058	64 293	84 440	90 440
Výnosy z přecenění CP a derivátů	8 363	0	0	0	0
Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	7 598	760
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v finanční oblasti	-5 000	100 000	107 960	46 141	533 208
Výnosové úroky	75 008	45 768	42 453	43 464	43 717
Nákladové úroky	1 741	5 303	27 658	1 333	2
Ostatní finanční výnosy	112 113	52 904	86 764	39 576	44 388
Ostatní finanční náklady	120 044	125 385	106 993	112 055	92 952
Finanční VH	190 634	10 128	-47 977	353	-448 005
Daň z příjmů za běžnou činnost	212 424	230 373	192 963	152 573	171 900
splatná	230 024	264 329	314 373	261 585	179 467
odložená	-17 600	-33 956	-121 410	-109 012	-7 567
VH za běžnou činnost	811 871	718 603	714 210	704 454	288 578
VH za účetní období	811 871	718 603	714 210	704 454	288 578
VH před zdaněním	1 024 295	948 976	907 173	857 027	460 478

**Příloha č. 3: Plán rozvahy dle scénáře KB (tis. Kč)****(3/1)**

Aktiva	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
A celkem	18 488 070	19 133 688	20 029 700	20 976 212	21 952 570
DM	4 453 662	4 567 754	4 696 780	4 832 953	4 973 197
DNM	10 432	11 899	13 418	13 338	13 441
Software	9 960	10 059	10 160	13 261	13 394
Jiný DNM	340	207	126	77	47
Nedokončený DNM	132	1 632	3 132	0	0
DHM	254 121	256 262	270 196	287 199	307 322
Pozemky	299	299	299	299	299
Stavby	8 092	7 849	7 614	7 385	7 164
SMV a SMV	189 509	199 188	219 106	241 017	265 119
Jiný DHM	47 529	40 162	33 936	28 675	24 230
Nedokončený DHM	8 691	8 765	9 241	9 823	10 511
Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	0	0
DFM	4 189 109	4 299 594	4 413 166	4 532 415	4 652 434
Podíly - ovládaná osoba	3 179 448	3 274 832	3 373 077	3 474 269	3 578 497
Podíly v účetních jedn. pod podst.vlivem	1 006 711	1 021 812	1 037 139	1 052 696	1 068 487
Ostatní dlouhodobé CP a podíly	2 950	2 950	2 950	2 950	2 950
Pořizovaný DFM	0	0	0	2 500	2 500
Poskytnuté zálohy na DFM	0	0	0	0	0
OA	13 800 473	14 136 661	14 784 258	15 439 043	16 053 047
Zásoby	225 186	228 293	236 587	244 854	252 252
Materiál	46 685	47 540	49 508	51 457	53 204
Nedokončená výrob a polotovary	167 326	170 391	177 445	184 430	190 694
Zboží	10 355	9 526	8 764	8 063	7 418
Poskytnuté zálohy na zásoby	821	836	870	905	935
Dlouhodobé pohledávky	1 210 253	1 230 257	1 278 821	1 327 297	1 371 033
Pohledávky z OV	836 821	852 150	887 425	922 359	953 687
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	17 362	18 230	19 141	20 098	21 103
Pohledávky za spol. a účastníky sdružení	14 274	11 820	9 788	8 106	6 712
Dlouhodobě poskytnuté zálohy	177	180	187	195	201
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	341 620	347 877	362 278	376 539	389 329
Krátkodobé pohledávky	7 072 480	7 288 609	7 656 243	8 033 342	8 398 077
Pohledávky z OV	5 485 522	5 586 005	5 817 245	6 046 242	6 251 603
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	921 373	1 013 511	1 114 862	1 226 348	1 348 983
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Pohledávky za společnosti a účastníky sdružení	158 653	174 518	191 970	211 167	232 284
Stát - daňové pohledávky	239 865	244 258	254 370	264 383	273 363
Krátkodobě poskytnuté zálohy	154 760	157 595	164 118	170 579	176 373
Dohadné účty aktivní	89 655	89 655	89 655	89 655	89 655
Jiné pohledávky	22 653	23 068	24 023	24 969	25 817
KFM	5 292 554	5 389 502	5 612 608	5 833 549	6 031 686
Peníze	900	916	954	992	1 025
Účty v bankách	3 205 062	3 263 772	3 398 880	3 532 678	3 652 666
Krátkodobé CP a podíly	2 086 592	2 124 814	2 212 773	2 299 880	2 377 995
Časové rozlišení	194 966	198 537	206 756	214 895	222 194
Náklady příštích období	176 986	180 228	187 689	195 077	201 703
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
Příjmy příštích období	17 980	18 309	19 067	19 818	20 491

**Příloha č. 3: Plán rozvahy dle scénáře KB (tis. Kč)****(3/2)**

Pasiva	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
P celkem	18 488 070	19 133 688	20 029 700	20 976 212	21 952 570
VK	6 508 263	6 838 556	7 180 584	7 538 516	7 912 386
ZK	790 667	790 667	790 667	790 667	790 667
ZK	790 667	790 667	790 667	790 667	790 667
Kapitálové fondy	151 060	153 942	159 100	164 309	169 193
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	151 060	153 942	159 100	164 309	169 193
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	159 481	159 481	159 481	159 481	159 481
Zákonný rezervní fond	159 481	159 481	159 481	159 481	159 481
VH minulých let	4 807 366	5 122 970	5 435 447	5 765 170	6 113 822
Nerozdělený zisk minulých let	4 807 366	5 122 970	5 435 447	5 765 170	6 113 822
VH BÚO	599 689	611 495	635 889	658 889	679 223
CK	11 357 098	11 661 016	12 188 751	12 751 335	13 330 511
Rezervy	1 799 019	1 949 659	2 128 013	2 343 637	2 609 982
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	124 072	176 227	250 304	355 521	504 966
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	1 674 946	1 773 432	1 877 708	1 988 116	2 105 016
Dlouhodobé závazky	1 910 059	1 947 967	2 031 864	2 115 942	2 193 034
Závazky z OV	1 743 064	1 774 993	1 848 471	1 921 236	1 986 491
Závazky ke společníkům a k účastníkům sdružení	12 969	16 127	20 053	24 935	31 006
Dlouhodobé přijaté zálohy	153 016	155 819	162 269	168 657	174 385
Jiné závazky	1 010	1 028	1 071	1 113	1 151
Krátkodobé závazky	7 648 021	7 763 391	8 028 874	8 291 756	8 527 495
Závazky z OV	5 824 772	5 931 469	6 177 010	6 420 169	6 638 231
Závazky ke společníkům a účastníkům sdružení	196 975	196 943	196 912	196 880	196 848
Závazky k zaměstnancům	112 733	114 798	119 550	124 257	128 477
Závazky ze soc. zab. a zdrav. pojištění	54 797	55 800	58 110	60 398	62 449
Stát - daňové závazky a dotace	12 952	13 207	13 734	14 230	14 670
Krátkodobé přijaté zálohy	287 919	293 193	305 330	317 350	328 128
Dohadné účty pasivní	1 152 004	1 152 004	1 152 004	1 152 004	1 152 004
Jiné závazky	5 869	5 976	6 224	6 469	6 688
Časové rozlišení	622 709	634 116	660 366	686 361	709 673
Výdaje příštích období	209 618	213 458	222 294	231 045	238 893
Výnosy příštích období	413 091	420 658	438 071	455 316	470 781

**Příloha č. 4: Plán výkazu zisku a ztráty dle scénáře KB (tis. Kč)****(4/1)**

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	322	296	273	251	231
Náklady vynaložené na prodané zboží	317	292	268	247	227
Obchodní marže	5	5	4	4	4
Výkony	19 673 931	20 034 314	20 863 662	21 684 964	22 421 496
Tržby z prodej vlastních výrobků a služeb	19 592 394	19 951 284	20 777 194	21 595 093	22 328 572
Změna stavu zásob vlastní činnosti	33 961	34 583	36 014	37 432	38 703
Aktivace	47 576	48 448	50 453	52 439	54 221
Výkonová spotřeba	16 204 740	16 501 575	17 184 680	17 861 158	18 467 814
Spotřeba materiálu a energie	13 965 684	14 221 505	14 810 223	15 393 231	15 916 063
Služby	2 239 056	2 280 070	2 374 457	2 467 928	2 551 751
Přidaná hodnota	3 469 196	3 532 744	3 678 986	3 823 810	3 953 685
Osobní náklady	2 059 890	2 097 623	2 184 457	2 270 448	2 347 564
Mzdové náklady	1 510 145	1 537 808	1 601 467	1 664 509	1 721 045
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	8 123	8 272	8 614	8 954	9 258
Náklady na soc. zab. a zdrav. pojištění	466 921	475 474	495 157	514 649	532 129
Sociální náklady	74 701	76 069	79 218	82 336	85 133
Daně a poplatky	16 881	17 191	17 902	18 607	19 239
Odpisy DNM a DHM	59 708	60 183	63 334	67 886	72 453
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	124 966	127 255	132 523	137 740	142 418
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	22 138	22 543	23 477	24 401	25 229
Tržby z prodeje materiálu	102 828	104 712	109 047	113 339	117 189
ZC prodaného DM a materiálu	102 857	104 741	109 077	113 371	117 222
Zůstatková cena prodaného majetku	8 107	8 256	8 598	8 936	9 240
Prodaný materiál	94 750	96 485	100 480	104 435	107 982
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v provozní oblasti	232 786	237 050	246 863	256 581	265 295
Ostatní provozní výnosy	151 724	154 503	160 899	167 232	172 913
Ostatní provozní náklady	233 011	237 279	247 102	256 829	265 552
Provozní VH	1 040 753	1 060 435	1 103 674	1 145 061	1 181 691
Tržby z prodeje CP a podílů	1 736	2 084	2 500	3 000	3 601
Prodané CP a podíly	1 290	1 548	1 858	2 229	2 675
Výnosy z DFM	91 506	93 919	96 400	99 005	101 626
Výnosy z podílů v ovl. a řízených osobách a úče. Jedn. pod podst. vlivem	91 506	93 919	96 400	99 005	101 626
Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v finanční oblasti	450 032	458 276	477 246	496 033	512 881
Výnosové úroky	79 327	80 780	84 124	87 436	90 405
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	69 825	71 667	73 560	75 547	77 548
Ostatní finanční náklady	128 529	131 919	135 404	139 062	142 745
Finanční VH	-337 457	-343 293	-357 924	-372 337	-385 121
Daň z příjmů za běžnou činnost	103 607	105 646	109 861	113 835	117 348
splatná	133 626	136 257	141 692	146 818	151 348
odložená	-30 020	-30 611	-31 832	-32 983	-34 001
VH za běžnou činnost	599 689	611 495	635 889	658 889	679 223
VH za účetní období	599 689	611 495	635 889	658 889	679 223
VH před zdaněním	703 296	717 142	745 750	772 724	796 570

**Příloha č. 5: Plán rozvahy dle scénáře MF ČR (tis. Kč)****(5/1)**

Aktiva	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
A celkem	18 488 070	19 133 688	19 909 826	20 810 460	21 808 647
DM	4 453 662	4 567 754	4 696 780	4 832 953	4 973 197
DNM	10 432	11 899	13 418	13 338	13 441
Software	9 960	10 059	10 160	13 261	13 394
Jiný DNM	340	207	126	77	47
Nedokončený DNM	132	1 632	3 132	0	0
DHM	254 121	256 262	270 196	287 199	307 322
Pozemky	299	299	299	299	299
Stavby	8 092	7 849	7 614	7 385	7 164
SMV a SMV	189 509	199 188	219 106	241 017	265 119
Jiný DHM	47 529	40 162	33 936	28 675	24 230
Nedokončený DHM	8 691	8 765	9 241	9 823	10 511
Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	0	0
DFM	4 189 109	4 299 594	4 413 166	4 532 415	4 652 434
Podíly - ovládaná osoba	3 179 448	3 274 832	3 373 077	3 474 269	3 578 497
Podíly v účetních jedn. pod podst. vlivem	1 006 711	1 021 812	1 037 139	1 052 696	1 068 487
Ostatní dlouhodobé CP a podíly	2 950	2 950	2 950	2 950	2 950
Pořizovaný DFM	0	0	0	2 500	2 500
Poskytnuté zálohy na DFM	0	0	0	0	0
OA	13 800 473	14 136 661	14 625 908	15 230 428	15 886 889
Zásoby	225 186	228 293	233 885	241 294	249 416
Materiál	46 685	47 540	48 920	50 683	52 588
Nedokončená výrob a polotovary	167 326	170 391	175 340	181 657	188 485
Zboží	10 355	9 526	8 764	8 063	7 418
Poskytnuté zálohy na zásoby	821	836	860	891	925
Dlouhodobé pohledávky	1 210 253	1 230 257	1 263 995	1 307 766	1 355 476
Pohledávky z OV	836 821	852 150	876 899	908 492	942 642
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	17 362	18 230	19 141	20 098	21 103
Pohledávky za spol. a účastníky sdružení	14 274	11 820	9 788	8 106	6 712
Dlouhodobě poskytnuté zálohy	177	180	185	192	199
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	341 620	347 877	357 981	370 878	384 820
Krátkodobé pohledávky	7 072 480	7 288 609	7 581 993	7 935 524	8 320 166
Pohledávky z OV	5 485 522	5 586 005	5 748 245	5 955 339	6 179 201
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	921 373	1 013 511	1 114 862	1 226 348	1 348 983
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Pohledávky za společnosti a účastníky sdružení	158 653	174 518	191 970	211 167	232 284
Stát - daňové pohledávky	239 865	244 258	251 353	260 408	270 197
Krátkodobě poskytnuté zálohy	154 760	157 595	162 172	168 014	174 330
Dohadné účty aktivní	89 655	89 655	89 655	89 655	89 655
Jiné pohledávky	22 653	23 068	23 738	24 593	25 518
KFM	5 292 554	5 389 502	5 546 035	5 745 844	5 961 831
Peníze	900	916	943	977	1 014
Účty v bankách	3 205 062	3 263 772	3 358 565	3 479 565	3 610 362
Krátkodobé CP a podíly	2 086 592	2 124 814	2 186 527	2 265 302	2 350 455
Časové rozlišení	194 966	198 537	204 304	211 664	219 621
Náklady příštích období	176 986	180 228	185 463	192 145	199 367
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
Příjmy příštích období	17 980	18 309	18 841	19 520	20 253

**Příloha č. 5: Plán rozvahy dle scénáře MF ČR (tis. Kč)****(5/2)**

Pasiva	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
P celkem	18 488 070	19 133 688	19 909 826	20 810 460	21 808 647
VK	6 508 263	6 838 556	7 171 645	7 518 913	7 884 868
ZK	790 667	790 667	790 667	790 667	790 667
ZK	790 667	790 667	790 667	790 667	790 667
Kapitálové fondy	151 060	153 942	157 988	162 844	168 027
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	151 060	153 942	157 988	162 844	168 027
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	159 481	159 481	159 481	159 481	159 481
Zákonný rezervní fond	159 481	159 481	159 481	159 481	159 481
VH minulých let	4 807 366	5 122 970	5 435 447	5 757 343	6 095 683
Nerozdělený zisk minulých let	4 807 366	5 122 970	5 435 447	5 757 343	6 095 683
VH BÚO	599 689	611 495	628 062	648 578	671 010
CK	11 357 098	11 661 016	12 085 648	12 615 505	13 222 325
Rezervy	1 799 019	1 949 659	2 128 013	2 343 637	2 609 982
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	124 072	176 227	250 304	355 521	504 966
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	1 674 946	1 773 432	1 877 708	1 988 116	2 105 016
Dlouhodobé závazky	1 910 059	1 947 967	2 008 001	2 084 504	2 167 994
Závazky z OV	1 743 064	1 774 993	1 826 546	1 892 351	1 963 485
Závazky ke společníkům a k účastníkům sdružení	12 969	16 127	20 053	24 935	31 006
Dlouhodobé přijaté zálohy	153 016	155 819	160 345	166 121	172 366
Jiné závazky	1 010	1 028	1 058	1 096	1 138
Krátkodobé závazky	7 648 021	7 763 391	7 949 634	8 187 364	8 444 349
Závazky z OV	5 824 772	5 931 469	6 103 742	6 323 644	6 561 350
Závazky ke společníkům a účastníkům sdružení	196 975	196 943	196 912	196 880	196 848
Závazky k zaměstnancům	112 733	114 798	118 132	122 388	126 989
Závazky ze soc. zab. a zdrav. pojištění	54 797	55 800	57 421	59 490	61 726
Stát - daňové závazky a dotace	12 952	13 207	13 565	14 008	14 492
Krátkodobé přijaté zálohy	287 919	293 193	301 709	312 578	324 328
Dohadné účty pasivní	1 152 004	1 152 004	1 152 004	1 152 004	1 152 004
Jiné závazky	5 869	5 976	6 150	6 371	6 611
Časové rozlišení	622 709	634 116	652 533	676 042	701 454
Výdaje příštích období	209 618	213 458	219 658	227 571	236 126
Výnosy příštích období	413 091	420 658	432 875	448 470	465 328



**Příloha č. 6: Plán výkazu zisku a ztráty dle scénáře MF ČR (tis. Kč)****(6/1)**

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	322	296	273	251	231
Náklady vynaložené na prodané zboží	317	292	268	247	227
Obchodní marže	5	5	4	4	4
Výkony	19 673 931	20 034 314	20 616 190	21 358 938	22 161 822
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	19 592 394	19 951 284	20 530 748	21 270 417	22 069 974
Změna stavu zásob vlastní činnosti	33 961	34 583	35 587	36 869	38 255
Aktivace	47 576	48 448	49 855	51 651	53 593
Výkonová spotřeba	16 204 740	16 501 575	16 980 846	17 592 622	18 253 930
Spotřeba materiálu a energie	13 965 684	14 221 505	14 634 554	15 161 798	15 731 732
Služby	2 239 056	2 280 070	2 346 292	2 430 823	2 522 198
Přidaná hodnota	3 469 196	3 532 744	3 635 348	3 766 320	3 907 896
Osobní náklady	2 059 890	2 097 623	2 158 546	2 236 313	2 320 376
Mzdové náklady	1 510 145	1 537 808	1 582 472	1 639 484	1 701 112
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	8 123	8 272	8 512	8 819	9 150
Náklady na soc. zab. a zdrav. pojištění	466 921	475 474	489 284	506 911	525 966
Sociální náklady	74 701	76 069	78 278	81 099	84 147
Daně a poplatky	16 881	17 191	17 690	18 327	19 016
Odpisy DNM a DHM	59 708	60 183	63 334	67 886	72 453
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	124 966	127 255	130 951	135 669	140 769
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	22 138	22 543	23 198	24 034	24 937
Tržby z prodeje materiálu	102 828	104 712	107 753	111 635	115 832
ZC prodaného DM a materiálu	102 857	104 741	107 783	111 667	115 864
Zůstatková cena prodaného majetku	8 107	8 256	8 496	8 802	9 132
Prodaný materiál	94 750	96 485	99 288	102 865	106 732
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v provozní oblasti	232 786	237 050	243 935	252 723	262 223
Ostatní provozní výnosy	151 724	154 503	158 990	164 718	170 910
Ostatní provozní náklady	233 011	237 279	244 171	252 968	262 477
Provozní VH	1 040 753	1 060 435	1 089 831	1 126 824	1 167 166
Tržby z prodeje CP a podílů	1 736	2 084	2 500	3 000	3 601
Prodané CP a podíly	1 290	1 548	1 858	2 229	2 675
Výnosy z DFM	91 506	93 919	96 400	99 005	101 626
Výnosy z podílů v ovl. a řízených osobách a úče. Jedn. pod podst. vlivem	91 506	93 919	96 400	99 005	101 626
Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v finanční oblasti	450 032	458 276	471 586	488 576	506 941
Výnosové úroky	79 327	80 780	83 126	86 121	89 358
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	69 825	71 667	73 560	75 547	77 548
Ostatní finanční náklady	128 529	131 919	135 404	139 062	142 745
Finanční VH	-337 457	-343 293	-353 261	-366 194	-380 228
Daň z příjmů za běžnou činnost	103 607	105 646	108 509	112 053	115 929
splatná	133 626	136 257	139 948	144 520	149 518
odložená	-30 020	-30 611	-31 440	-32 467	-33 590
VH za běžnou činnost	599 689	611 495	628 062	648 578	671 010
VH za účetní období	599 689	611 495	628 062	648 578	671 010
VH před zdaněním	703 296	717 142	736 571	760 631	786 938

**Příloha č. 7: Plán rozvahy dle scénáře Citibank (tis. Kč)****(7/1)**

Aktiva	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
A celkem	18 830 634	19 572 339	20 419 066	21 432 456	22 651 625
DM	4 453 662	4 567 754	4 696 780	4 832 953	4 973 197
DNM	10 432	11 899	13 418	13 338	13 441
Software	9 960	10 059	10 160	13 261	13 394
Jiný DNM	340	207	126	77	47
Nedokončený DNM	132	1 632	3 132	0	0
DHM	254 121	256 262	270 196	287 199	307 322
Pozemky	299	299	299	299	299
Stavby	8 092	7 849	7 614	7 385	7 164
SMV a SMV	189 509	199 188	219 106	241 017	265 119
Jiný DHM	47 529	40 162	33 936	28 675	24 230
Nedokončený DHM	8 691	8 765	9 241	9 823	10 511
Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	0	0
DFM	4 189 109	4 299 594	4 413 166	4 532 415	4 652 434
Podíly - ovládaná osoba	3 179 448	3 274 832	3 373 077	3 474 269	3 578 497
Podíly v účetních jedn. pod podst. vlivem	1 006 711	1 021 812	1 037 139	1 052 696	1 068 487
Ostatní dlouhodobé CP a podíly	2 950	2 950	2 950	2 950	2 950
Pořizovaný DFM	0	0	0	2 500	2 500
Poskytnuté zálohy na DFM	0	0	0	0	0
OA	14 252 992	14 686 561	15 233 149	15 946 967	16 848 555
Zásoby	232 908	237 677	244 247	253 522	265 827
Materiál	48 363	49 579	51 172	53 340	56 154
Nedokončená výrob a polotovary	173 341	177 700	183 411	191 181	201 268
Zboží	10 355	9 526	8 764	8 063	7 418
Poskytnuté zálohy na zásoby	850	872	900	938	987
Dlouhodobé pohledávky	1 252 619	1 281 741	1 320 848	1 374 851	1 445 511
Pohledávky z OV	866 901	888 703	917 265	956 123	1 006 567
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	17 362	18 230	19 141	20 098	21 103
Pohledávky za společníky a účastníky sdružení	14 274	11 820	9 788	8 106	6 712
Dlouhodobě poskytnuté zálohy	183	188	194	202	212
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	353 900	362 800	374 460	390 323	410 916
Krátkodobé pohledávky	7 284 663	7 546 454	7 866 724	8 271 504	8 771 084
Pohledávky z OV	5 682 705	5 825 622	6 012 848	6 267 568	6 598 243
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	921 373	1 013 511	1 114 862	1 226 348	1 348 983
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Pohledávky za spol. a účastníky sdružení	158 653	174 518	191 970	211 167	232 284
Stát - daňové pohledávky	248 487	254 736	262 923	274 061	288 520
Krátkodobé poskytnuté zálohy	160 323	164 355	169 637	176 823	186 152
Dohadné účty aktivní	89 655	89 655	89 655	89 655	89 655
Jiné pohledávky	23 467	24 058	24 831	25 883	27 248
KFM	5 482 801	5 620 690	5 801 329	6 047 090	6 366 132
Peníze	932	956	986	1 028	1 082
Účty v bankách	3 320 272	3 403 775	3 513 166	3 661 994	3 855 199
Krátkodobé CP a podíly	2 161 597	2 215 960	2 287 177	2 384 068	2 509 850
Časové rozlišení	201 974	207 054	213 708	222 761	234 514
Náklady příštích období	183 348	187 959	194 000	202 218	212 887
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
Příjmy příštích období	18 626	19 094	19 708	20 543	21 627

**Příloha č. 7: Plán rozvahy dle scénáře Citibank (tis. Kč)****(7/2)**

Pasiva	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
P celkem	18 830 634	19 572 339	20 419 066	21 432 456	22 651 625
VK	6 533 807	6 891 964	7 255 471	7 638 923	8 054 133
ZK	790 667	790 667	790 667	790 667	790 667
ZK	790 667	790 667	790 667	790 667	790 667
Kapitálové fondy	154 236	157 802	162 251	167 874	174 777
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	154 236	157 802	162 251	167 874	174 777
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	159 481	159 481	159 481	159 481	159 481
Zákonný rezervní fond	159 481	159 481	159 481	159 481	159 481
VH minulých let	4 807 366	5 145 338	5 484 995	5 836 906	6 210 664
Nerozdělený zisk minulých let	4 807 366	5 145 338	5 484 995	5 836 906	6 210 664
VH BÚO	622 057	638 676	658 077	683 995	718 543
CK	11 651 734	12 019 059	12 481 025	13 082 047	13 848 469
Rezervy	1 799 019	1 949 659	2 128 013	2 343 637	2 609 982
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	124 072	176 227	250 304	355 521	504 966
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	1 674 946	1 773 432	1 877 708	1 988 116	2 105 016
Dlouhodobé závazky	1 978 252	2 030 835	2 099 511	2 192 484	2 312 914
Závazky z OV	1 805 720	1 851 133	1 910 625	1 991 564	2 096 638
Závazky ke společníkům a k účastníkům sdružení	12 969	16 127	20 053	24 935	31 006
Dlouhodobé přijaté zálohy	158 516	162 503	167 726	174 831	184 055
Jiné závazky	1 046	1 072	1 107	1 154	1 215
Krátkodobé závazky	7 874 464	8 038 565	8 253 502	8 545 925	8 925 573
Závazky z OV	6 034 149	6 185 905	6 384 709	6 655 183	7 006 308
Závazky ke společníkům a účastníkům sdružení	196 975	196 943	196 912	196 880	196 848
Závazky k zaměstnancům	116 785	119 723	123 570	128 805	135 601
Závazky ze soc. zab. a zdrav. pojištění	56 766	58 194	60 064	62 609	65 912
Stát - daňové závazky a dotace	13 435	13 794	14 213	14 773	15 519
Krátkodobé přijaté zálohy	298 269	305 770	315 597	328 966	346 322
Dohadné účty pasivní	1 152 004	1 152 004	1 152 004	1 152 004	1 152 004
Jiné závazky	6 080	6 233	6 433	6 706	7 059
Časové rozlišení	645 093	661 317	682 570	711 486	749 023
Výdaje příštích období	217 153	222 614	229 769	239 503	252 139
Výnosy příštích období	427 940	438 702	452 801	471 983	496 885

**Příloha č. 8: Plán výkazu zisku a ztráty dle scénáře Citibank (tis. Kč)****(8/1)**

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	322	296	273	251	231
Náklady vynaložené na prodané zboží	317	292	268	247	227
Obchodní marže	5	5	4	4	4
Výkony	20 381 132	20 893 705	21 565 193	22 478 754	23 664 724
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	20 296 664	20 807 113	21 475 818	22 385 593	23 566 648
Změna stavu zásob vlastní činnosti	35 181	36 066	37 225	38 802	40 849
Aktivace	49 286	50 526	52 150	54 359	57 227
Výkonová spotřeba	16 787 237	17 209 425	17 762 507	18 514 976	19 491 819
Spotřeba materiálu a energie	14 467 696	14 831 549	15 308 211	15 956 708	16 798 578
Služby	2 319 541	2 377 876	2 454 297	2 558 267	2 693 241
Přidaná hodnota	3 593 900	3 684 284	3 802 690	3 963 782	4 172 909
Osobní náklady	2 133 935	2 187 602	2 257 908	2 353 559	2 477 732
Mzdové náklady	1 564 429	1 603 773	1 655 316	1 725 440	1 816 473
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	8 415	8 627	8 904	9 281	9 771
Náklady na soc. zab. a zdrav. pojištění	483 705	495 870	511 806	533 488	561 634
Sociální náklady	77 386	79 332	81 882	85 350	89 854
Daně a poplatky	17 488	17 928	18 504	19 288	20 306
Odpisy DNM a DHM	59 708	60 183	63 334	67 886	72 453
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	129 458	132 714	136 979	142 782	150 315
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	22 934	23 510	24 266	25 294	26 628
Tržby z prodeje materiálu	106 525	109 204	112 713	117 488	123 687
ZC prodaného DM a materiálu	106 554	109 234	112 745	117 521	123 721
Zůstatková cena prodaného majetku	8 399	8 610	8 887	9 263	9 752
Prodaný materiál	98 156	100 624	103 858	108 258	113 970
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v provozní oblasti	241 153	247 218	255 163	265 973	280 005
Ostatní provozní výnosy	157 177	161 130	166 309	173 354	182 500
Ostatní provozní náklady	241 387	247 458	255 410	266 230	280 276
Provozní VH	1 080 310	1 108 505	1 142 914	1 189 461	1 251 231
Tržby z prodeje CP a podílů	1 736	2 084	2 500	3 000	3 601
Prodané CP a podíly	1 290	1 548	1 858	2 229	2 675
Výnosy z DFM	91 506	93 919	96 400	99 005	101 626
Výnosy z podílů v ovl. a řízených osobách a úče. Jedn. pod podst. vlivem	91 506	93 919	96 400	99 005	101 626
Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v finanční oblasti	466 209	477 934	493 294	514 191	541 319
Výnosové úroky	82 178	84 245	86 953	90 636	95 418
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	69 825	71 667	73 560	75 547	77 548
Ostatní finanční náklady	128 529	131 919	135 404	139 062	142 745
Finanční VH	-350 783	-359 486	-371 142	-387 294	-408 546
Daň z příjmů za běžnou činnost	107 471	110 342	113 694	118 172	124 141
splatná	138 610	142 314	146 637	152 412	160 110
odložená	-31 139	-31 971	-32 942	-34 240	-35 969
VH za běžnou činnost	622 057	638 676	658 077	683 995	718 543
VH za účetní období	622 057	638 676	658 077	683 995	718 543
VH před zdaněním	729 528	749 019	771 771	802 167	842 684

**Příloha č. 9: Výpočet hodnoty VK metodou DCF- Equity - scénáře****(9/1)**

Výpočet FCFE dle scénáře KB (tis. Kč)

Parametr	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
+ EAT	599 689	611 495	635 889	658 889	679 223
+ odpisy	59 708	60 183	63 334	67 886	72 453
- změna ČPK	-921 081	220 817	382 114	391 903	378 265
- investice	216 537	114 092	129 026	136 173	140 244
- saldo dluhu	0	0	0	0	0
<b>= FCFE</b>	<b>1 363 941</b>	<b>336 769</b>	<b>188 083</b>	<b>198 700</b>	<b>233 166</b>

Výpočet FCFE dle scénáře MF ČR (tis. Kč)

Parametr	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
+ EAT	599 689	611 495	628 062	648 578	671 010
+ odpisy	59 708	60 183	63 334	67 886	72 453
- změna ČPK	-921 081	220 817	303 003	366 791	399 476
- investice	216 537	114 092	129 026	136 173	140 244
- saldo dluhu	0	0	0	0	0
<b>= FCFE</b>	<b>1 363 941</b>	<b>336 769</b>	<b>259 367</b>	<b>213 500</b>	<b>203 742</b>

Výpočet FCFE dle scénáře Citibank (tis. Kč)

Parametr	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
+ EAT	622 057	638 676	658 077	683 995	718 543
+ odpisy	59 708	60 183	63 334	67 886	72 453
- změna ČPK	-695 006	269 469	331 650	421 395	521 939
- investice	216 537	114 092	129 026	136 173	140 244
- saldo dluhu	0	0	0	0	0
<b>= FCFE</b>	<b>1 160 234</b>	<b>315 299</b>	<b>260 735</b>	<b>194 313</b>	<b>128 813</b>

Výsledná hodnota VK – jednotlivé scénáře (tis. Kč)

Hodnota VK dle metody DCF - scénáře	
<b>Scénář KB</b>	3 988 214
<b>Scénář MF ČR</b>	3 790 257
<b>Scénář Citibank</b>	2 887 473

**Příloha č. 10: Výpočet hodnoty VK metodou analytickou – scénáře****(10/1)**

Korekce výsledku hospodaření dle scénáře KB (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
VH před zdaněním	703 296	717 142	745 750	772 724	796 570
Odpisy DNM a DHM	59 708	60 183	63 334	67 886	72 453
Tržby za prodej zboží	322	296	273	251	231
Náklady vynaložené na prodané zboží	317	292	268	247	227
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	22 138	22 543	23 477	24 401	25 229
Zůstatková cena prodaného majetku	8 107	8 256	8 598	8 936	9 240
Tržby z prodeje CP a podílů	1 736	2 084	2 500	3 000	3 601
Prodané CP a podíly	1 290	1 548	1 858	2 229	2 675
Výnosy z podílů v ovl. a řízených osobách a úče. Jedn. pod podst. vlivem	91 506	93 919	96 400	99 005	101 626
Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v finanční oblasti	450 032	458 276	477 246	496 033	512 881
Výnosové úroky	79 327	80 780	84 124	87 436	90 405
<b>Upravený VH před zdaněním</b>	<b>1 027 721</b>	<b>1 046 074</b>	<b>1 090 280</b>	<b>1 133 963</b>	<b>1 172 954</b>
daň 19 %	195267,07	198754,1	207153,3	215453	222861,17
<b>Upravený VH po zdanění</b>	<b>832 454</b>	<b>847 320</b>	<b>883 127</b>	<b>918 510</b>	<b>950 092</b>

Korekce výsledku hospodaření dle scénáře MF ČR (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
VH před zdaněním	703 296	717 142	736 571	760 631	786 938
Odpisy DNM a DHM	59 708	60 183	63 334	67 886	72 453
Tržby za prodej zboží	322	296	273	251	231
Náklady vynaložené na prodané zboží	317	292	268	247	227
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	22 138	22 543	23 198	24 034	24 937
Zůstatková cena prodaného majetku	8 107	8 256	8 496	8 802	9 132
Tržby z prodeje CP a podílů	1 736	2 084	2 500	3 000	3 601
Prodané CP a podíly	1 290	1 548	1 858	2 229	2 675
Výnosy z podílů v ovl. a řízených osobách a úče. Jedn. pod podst. vlivem	91 506	93 919	96 400	99 005	101 626
Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v finanční oblasti	450 032	458 276	471 586	488 576	506 941
Výnosové úroky	79 327	80 780	83 126	86 121	89 358
<b>Upravený VH před zdaněním</b>	<b>1 027 721</b>	<b>1 046 074</b>	<b>1 076 615</b>	<b>1 115 959</b>	<b>1 158 614</b>
daň 19 %	195267,1	198754,1	204556,8	212032,3	220136,6
<b>Upravený VH po zdanění</b>	<b>832 454</b>	<b>847 320</b>	<b>872 058</b>	<b>903 927</b>	<b>938 477</b>

**Příloha č. 10: Výpočet hodnoty VK metodou analytickou – scénáře****(10/2)**

Korekce výsledku hospodaření dle scénáře Citibank (tis. Kč)

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
VH před zdaněním	729 528	749 019	771 771	802 167	842 684
Odpisy DNM a DHM	59 708	60 183	63 334	67 886	72 453
Tržby za prodej zboží	322	296	273	251	231
Náklady vynaložené na prodané zboží	317	292	268	247	227
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	22 934	23 510	24 266	25 294	26 628
Zůstatková cena prodaného majetku	8 399	8 610	8 887	9 263	9 752
Tržby z prodeje CP a podílů	1 736	2 084	2 500	3 000	3 601
Prodané CP a podíly	1 290	1 548	1 858	2 229	2 675
Výnosy z podílů v ovl. a řízených osobách a úč. Jedn. pod podst. vlivem	91 506	93 919	96 400	99 005	101 626
Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek v finanční oblasti	466 209	477 934	493 294	514 191	541 319
Výnosové úroky	82 178	84 245	86 953	90 636	95 418
<b>Upravený VH před zdaněním</b>	<b>1 066 774</b>	<b>1 093 531</b>	<b>1 129 020</b>	<b>1 177 797</b>	<b>1 241 607</b>
daň 19 %	202687,1	207770,9	214513,8	223781,5	235905,2
<b>Upravený VH po zdanění</b>	<b>864 087</b>	<b>885 760</b>	<b>914 506</b>	<b>954 016</b>	<b>1 005 701</b>

Výsledná hodnota VK – jednotlivé scénáře (tis. Kč)

Hodnota VK dle analytické metody - scénáře	
Scénář KB	11 559 724
Scénář MF ČR	11 434 163
Scénář Citibank	12 180 246